

BANCO DE ESPAÑA

INFORME ANUAL 1972

JULIO 1973

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero inexistencia del fenómeno considerado.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ⊗ Colocado detrás de un año (1960 ⊗) indica que la cifra correspondiente es la media de los datos mensuales de dicho período.
- (a) Notas al pie de los cuadros.
- p Antepuesta a una cifra, indica que ésta es provisional.

INDICE

CAPITULO I

LA ECONOMIA INTERNACIONAL.....	9
I. La evolución de la economía internacional.....	9
I.1. Crecimiento económico e inflación de los países industriales.....	10
I.2. Evolución económica de los países en fase media de desarrollo y en vías de desarrollo....	21
II. Las balanzas de pagos y la evolución monetaria internacional.....	23
II.1. Las balanzas de pagos por cuenta corriente.....	24
II.2. Los movimientos de capitales y los mercados de cambios.....	26
II.3. Las crisis monetarias de febrero y marzo de 1973.....	37
III. La peseta y la crisis monetaria internacional.....	41
IV. La reforma del sistema monetario internacional.....	48

CAPITULO II

LA EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA.....	51
I. La economía española en 1972.....	51
I.1. Producción.....	53
I.2. Evolución de la demanda.....	65
I.3. Precios y costes.....	74
I.4. Sector público.....	86
I.5. Sector exterior.....	93
I.6. Evolución monetaria.....	108
II. Evolución reciente de la economía. Perspectivas y problemas.....	113
II.1. La economía en los primeros meses de 1973.....	113
II.2. Perspectivas y problemas.....	118

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA.....	125
1. Introducción.....	125
2. La reforma de los instrumentos de la política monetaria.....	127
3. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario.....	140
4. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja.....	153
5. La regulación por la autoridad monetaria de los tipos de interés.....	157
6. Estructura de la liquidez del sistema bancario.....	160
7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez.....	167
8. El mercado monetario y la evolución de los tipos de interés.....	171
9. El proceso de expansión bancaria.....	175
10. Evolución de las disponibilidades líquidas y de su estructura.....	183
11. Los objetivos de la política monetaria.....	188

CAPITULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA.....	195
I. El sistema crediticio	196
I.1. Aspectos institucionales.....	199
I.2. El crédito al sector privado y su distribución por plazos.....	203
I.3. Los circuitos privilegiados de crédito.....	206
I.4. Relaciones de la banca con el exterior.....	210
II. Otras instituciones financieras	215
III. El mercado de valores	218
III.1. Emisiones.....	219
III.2. Colocación de las emisiones.....	223
III.3. El mercado secundario.....	225
IV. La financiación del sector público	227
V. La financiación del sector privado	229
VI. Flujos financieros con el exterior	231
APENDICE ESTADISTICO.....	233

CAPÍTULO I

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

I. LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

El año 1972 fue un período de expansión generalizada para la economía mundial: la fase de auge iniciada en 1971 alcanzó, durante el año, a todos los países industriales, impulsó con fuerza los intercambios internacionales y estimuló el crecimiento de los países en vías de desarrollo. Pero el año 1972 fue también un período en que los países hubieron de afrontar serias inquietudes derivadas, con generalidad, de la inercia de las tensiones inflacionistas y, en bastantes países, de la resistencia al descenso de la tasa de desempleo, a pesar de las mejoras registradas en los niveles de demanda y producción.

La confianza en la eficacia de políticas correctoras de demanda, capaces de reconducir con rapidez las economías a la senda del pleno empleo sin inflación, está siendo quebrantada por los hechos. La experiencia prueba que las presiones inflacionistas, cuando han cobrado ímpetu y han alimentado las expectativas del público, solo pueden ser suprimidas al elevado coste de una reducción intensa y prolongada de los niveles de demanda y actividad que los países se muestran reacios a asumir. Y los hechos atestiguan también la lentitud con que la tasa de paro reacciona entre las políticas expansivas en los países industriales, bien como consecuencia del retraso normal de los movimientos del empleo respecto de las fluctuaciones de la demanda, bien como resultado de fenómenos demográficos (repercusión de tasas de natalidad anormalmente altas en períodos pasados) o de problemas estructurales (regiones e industrias deprimidas, etc.), cuyo tratamiento específico sería más eficaz para reducir el paro, a partir de cierto punto, que las expansiones de la demanda global, susceptibles de perderse, en sustancial cuantía, en elevaciones de precios y salarios.

Tales realidades han inducido cambios apreciables en las actitudes y la política económica de los diversos países. Ha ganado adeptos la posición de quienes insisten en la importancia de prevenir la inflación al tiempo que han aumentado el escepticismo respecto de la posibilidad de corregirla con las habituales políticas de demanda global.

Una primera consecuencia de esto ha sido la renovada atención prestada a las políticas de rentas, aunque persistan las dudas respecto de su grado de eficacia, especialmente si se aplican de modo intermitente y si la experiencia pasada no contribuye a que el público confíe en la firmeza de las intenciones estabilizadoras de las autoridades.

Otra consecuencia ha sido la más favorable actitud de los Gobiernos respecto de la corrección de los desequilibrios exteriores a través de modificaciones de los tipos de cambio. Los países

con déficit se muestran más dispuestos que en el pasado a aceptar devaluaciones de sus cambios centrales o flotaciones a la baja de sus monedas, en vez de aplicar políticas depresivas de la demanda interna. Y los países con superávit se sienten más dispuestos a revaluar los cambios centrales o permitir una flotación al alza de sus monedas, a fin de prevenir las tensiones inflacionistas inducidas por la expansión monetaria, generada como contrapartida de los incrementos de las reservas exteriores y difícil de contrarrestar con medidas monetarias interiores. Esta actitud, favorable a una mayor flexibilización de los cambios, ha facilitado el avance hacia la solución de la crisis monetaria internacional; aunque la situación monetaria mundial iniciada con la primavera de 1973 está cargada de peligros que sería vano ignorar.

1.1. Crecimiento económico e inflación en los países industriales.

Junto a las líneas generales de evolución coyuntural señaladas en los párrafos anteriores, que se resumen en fuertes tendencias expansionistas, junto con tasas considerables de inflación y porcentajes de desempleo, a menudo resistentes al descenso, se aprecia también, en 1972, un claro desfase cíclico, dentro del grupo de países industriales, entre los Estados Unidos, Canadá y Japón, por un lado, y el conjunto de los países europeos, por otro. Dicho desfase se manifiesta en tendencias expansivas del P. N. B. real, más fuertes en aquellos tres países que en Europa para el conjunto del año. Hacia mediados de éste, el auge se había generalizado a todos los países industriales, consolidando una expansión cíclica que persistirá probablemente hasta 1974 y que, al margen de los efectos relativos de las políticas económicas, cederá previsiblemente antes al otro lado del Atlántico que en Europa. Los cuadros I-1, I-2 y I-3 ayudan a ilustrar estos rasgos evolutivos de los países industriales durante 1972.

Producción y empleo en los países industriales.

El cuadro I-1 presenta al conjunto de los países industriales en una fase alcista del ciclo. A la desaceleración de los años 1970-1971 ha sucedido una fuerte expansión en 1972, que se afianzará en 1973. Esta expansión supone un crecimiento conjunto de los países industriales a un ritmo más rápido que el registrado en la etapa anterior a la última desaceleración; en efecto, mientras que la tasa de crecimiento fue del 5 por 100 en la década 1960-70, se espera que alcance un 6 por 100 en el período 1972-73.

Dentro de este panorama general expansivo, el cuadro I-1 refleja también el desfase cíclico en el crecimiento del P. N. B. a que antes se hacía referencia. Por una parte, las tasas de crecimiento del P. N. B. estimadas para 1972-73 son más altas en Estados Unidos, Canadá y Japón que en el conjunto de los países europeos, a excepción de Francia (Canadá y Estados Unidos, alrededor del 6 por 100; Japón, en torno al 10 por 100; Europa, alrededor del 4,5 por 100). Por otra parte, Estados Unidos y Canadá muestran a lo largo de 1965-70 una desaceleración que culmina en el año 1970, con recuperación posterior en los años 1971 y 1972,

CUADRO I-1

Crecimiento del P. N. B. en términos reales en los principales países industriales

(Variaciones porcentuales del P. N. B. real)

	Promedios		Variación respecto del año anterior		
	1960-65	1965-70	1970	1971	1972 (estimación)
Todos los países	5,2	4,5	2,5	3,3	5,8
Canadá	5,6	4,8	2,5	5,5	5,1
Estados Unidos	4,8	3,2	—0,5	2,7	6,5
Japón	10,1	12,1	10,5	6,3	10,0
Francia	5,8	5,8	5,9	5,2	5,8
Alemania	5,0	4,6	5,5	2,8	3,0
Italia	5,3	6,1	4,9	1,4	2,5
Inglaterra	3,4	2,2	1,8	1,0	3,5
Bélgica-Luxemburgo	5,1	4,8	6,0	4,5	4,2
Holanda	5,0	5,6	6,0	4,5	3,5
Austria	4,4	5,2	7,8	5,2	5,5
Suiza	5,3	3,9	4,5	4,3	4,5
Dinamarca	5,2	4,2	3,0	3,5	3,5
Noruega	5,4	3,8	3,5	5,0	4,0
Suecia	5,3	3,9	4,7	0,3	2,1
Países europeos	4,9	4,6	4,8	3,0	3,8

FUENTE: F. M. I.: World Economic Outlook 1972.

mientras que en el conjunto de los países europeos (y también Japón) presentan, en general, una expansión en 1970, y solo registran una desaceleración en 1971 (cuando la economía americana estaba ya en fase expansiva), seguida de una recuperación en 1972 (cuando la economía americana se encontraba ya en una fase avanzada del auge).

El cuadro I-2 señala unas tasas de desempleo crecientes o estables en casi todos los países en el período 1970-72, siendo dichas tasas para 1972 considerablemente más altas en Estados Unidos y Canadá que en Europa y Japón. En los países europeos, el desempleo es moderado, excepto en los casos de Inglaterra e Italia. Cuando se relacionan las cifras de los cuadros I-1 y I-2 se encuentra la raíz de una preocupación que ha afectado a las autoridades de numerosos países durante el año: el hecho de que la aceleración del crecimiento de la producción industrial haya inducido efectos favorables muy lentos o poco apreciables sobre la tasa de desempleo.

CUADRO I-2

Desempleo en los principales países industriales

(Porcentaje medio de paro sobre el total de la población activa)

Países	1970	1971	1972
Estados Unidos	4,9	5,9	5,6
Canadá	5,9	6,4	6,3
Japón	0,95	1,1	1,2
Francia	1,7	2,1	2,5
Alemania	0,5	0,7	0,9
Italia	3,1	3,1	3,6
Inglaterra	2,4	3,1	3,4
Bélgica	1,9	1,9	2,4
Suecia	0,7	1,2	1,1

FUENTE: O. C. D. E. Main Economic Indicators.

En los Estados Unidos, el año 1972 se inició cuando ya la política expansionista adoptada por el Presidente Nixon en agosto de 1971 había comenzado a tener efectos sobre la producción. A lo largo del año, la expansión productiva fue afianzándose hasta lograr un crecimiento del 5,8 por 100 del P. N. B. en términos reales, frente a un aumento de solo el 3,3 por 100 en 1971. La tasa de desempleo se mantuvo, sin embargo, durante el primer semestre de 1972, alrededor del 6 por 100 de la población activa, es decir, casi invariable respecto de la existente durante 1971. Durante el segundo semestre, el desempleo tendió a disminuir, pero en escasa cuantía, sin que se alcanzara la tasa del 5 por 100 que la Administración Nixon se propuso como objetivo, y mucho menos la tasa del 4 por 100, que se considera como el «pleno empleo» para la economía americana. El rápido crecimiento de la fuerza de trabajo en los últimos años —reflejando el alto ritmo de nacimientos del período 1946-1957—, el consiguiente aumento de la proporción de jóvenes menores de veintiún años (con baja movilidad) en la población activa, el rápido incremento de la participación de las mujeres y, en fin, la reducción de las fuerzas armadas en Vietnam han tenido, sin duda, efectos apreciables en la resistencia a la baja del desempleo. Solo en los primeros meses de 1973 ha descendido la tasa de paro por debajo del 5 por 100.

En Canadá, el año 1972 registra el mismo tono expansivo que ya mostró 1971, aunque dicha expansión se ha manifestado de forma irregular a lo largo del año. Sin embargo, a pesar de la fuerte expansión que supone un crecimiento del P. N. B. en términos reales del 5,5 por 100 en 1971 y del 5,1 por 100 en 1972, el desempleo ha permanecido en los dos años a la misma tasa de alrededor del 6,5 por 100, la más alta registrada entre los países industrializados.

Japón ha acusado un claro relanzamiento de la producción en 1972, tras la recesión sufrida por el país durante la segunda mitad de 1970 y a lo largo de 1971. La respuesta de la demanda interna a las medidas expansivas del Gobierno fue intensa a partir del segundo semestre de 1971, colocando el crecimiento de la producción en 1972 a un nivel (10 por 100) que se acerca a los habituales en el período 1965-70, aunque sin llegar a alcanzarlos. Respecto al desempleo, Japón sigue siendo, con Alemania, el país de tasa más baja de paro, aunque se observa un ligero aumento de dicha tasa en 1972 respecto de 1971 (del 1,1 al 1,2 por 100), a pesar del fuerte crecimiento de la producción.

Los países de Europa se han adentrado, en general, durante el año 1972 en una fase expansiva de crecimiento de su producción. Sus tasas de crecimiento del P. N. B. en términos reales han sido menores, en promedio, que las conseguidas por los tres países antes citados, situándose alrededor del 4 por 100 para 1972. Dentro de esta tónica general destacan Francia y Austria, como países de crecimiento más rápido, y Suecia, Italia y Alemania, con tasas de crecimiento más lento. En cuanto a desempleo, los porcentajes de parados son, en el conjunto de los países europeos, considerablemente menores que los correspondientes a Estados Unidos y Canadá y mayores, en general, que el de Japón. Destacan Italia e Inglaterra, con los porcentajes más altos (3,6 y 3,4 por 100 respectivamente), y Alemania, con el porcentaje más bajo (0,9 por 100). Por otra parte, la tasa de desempleo se ha resistido a descender, a pesar de la coyuntura

alcista de la producción. El problema ha sido especialmente marcado en Italia, donde, a lo largo del año 1972, el desempleo ha aumentado regularmente desde cerca del 3 por 100 hasta alrededor del 4 por 100; por otra parte, Suecia e Inglaterra se separan de la tónica general al mostrar un descenso (muy ligero, en el caso de Suecia) en la tasa de desempleo a lo largo de 1972.

La aparente incapacidad de los aumentos de demanda y producción agregados para absorber el paro en las economías industriales, durante el pasado año, ha sido ampliamente comentado en los informes de diversos organismos nacionales e internacionales; y los diagnósticos respecto de las causas de este fenómeno han tendido a polarizarse en dos vertientes: la de quienes creen que esta resistencia a la baja de las tasas de desempleo se debe a diversas causas demográficas y «estructurales» (peso de las regiones deprimidas, peso de minorías que el mercado de trabajo encuentra dificultades en absorber, etc.), que habría que atacar específicamente y no por medio de variaciones globales de demanda agregada, y la de quienes creen que la actual situación refleja solamente ciertos retrasos normales y que el paro acabará por ser absorbido a medida que la expansión avance en 1973. No se trata, naturalmente, de posiciones que haya que considerar excluyentes.

Las tensiones inflacionistas en los países industriales.

El cuadro I-3 subraya la importancia de las presiones inflacionistas sufridas por los principales países industriales en 1972, reflejando el hecho de que, en todos ellos, sin excepción, la tasa de crecimiento de los precios durante el año fue más alta que la registrada en el decenio 1960-70. El proceso inflacionista persistirá y aún se acentuará en 1973.

Dentro de esta tónica inflacionista general se observa, durante los años 1970, 1971 y 1972, una reducción considerable de la tasa de inflación en los Estados Unidos y moderada en Japón, mientras que, en los países europeos, la desaceleración del crecimiento del P. N. B. registrada en 1971 no parece haber tenido efectos moderadores sobre las alzas de precios. La apreciable reducción observada en la tasa de inflación de los Estados Unidos ha colocado a este país, por algún tiempo, en una situación especial dentro del proceso inflacionista mundial, puesto que es el único país importante que ha tenido tal experiencia en los dos últimos años. Esto no impide, sin embargo, que la tasa de inflación registrada en 1972 se mantuviera por encima de la media correspondiente a la década anterior. Por otra parte, el ímpetu alcista de los precios durante los primeros meses de 1973 ha interrumpido esa experiencia: los Estados Unidos registrarán este año un ritmo de precios netamente superior al de 1972.

Todos los demás países industriales mostraron en 1972 ritmos de inflación más elevados, especialmente los países europeos, que registraron una tasa media de crecimiento de los precios del 6,8 por 100 (frente a una tasa del 3 por 100 en los Estados Unidos). Los países industriales europeos con tasas de inflación más elevadas fueron Holanda, Inglaterra, Suiza e Italia, en

CUADRO I-3

Alzas del nivel general de precios en los principales países industriales

(Variaciones porcentuales del deflactor del P. N. B.)

	Promedio 1960-70	Variaciones respecto del año anterior		
		1970	1971	1972 (estimación)
Todos los países	3,3	5,9	5,6	4,6
Canadá	3,0	4,5	3,3	4,8
Estados Unidos	2,7	5,5	4,7	3,0
Japón	4,8	6,6	4,7	5,0
Francia	4,4	5,5	4,8	5,5
Alemania	3,5	7,1	7,7	6,5
Italia	4,4	6,6	6,6	7,0
Inglaterra	4,1	8,0	11,0	9,0
Bélgica-Luxemburgo	3,4	5,3	5,6	4,4
Holanda	4,8	5,5	8,0	9,5
Austria	3,7	4,4	5,6	6,5
Suiza	4,2	4,5	9,5	7,2
Dinamarca	5,9	7,7	6,0	6,5
Noruega	4,5	11,3	7,0	6,0
Suecia	4,3	6,5	7,3	6,0
Países europeos	4,1	6,6	7,3	6,8

FUENTE: F. M. I.: World Economic Outlook 1972.

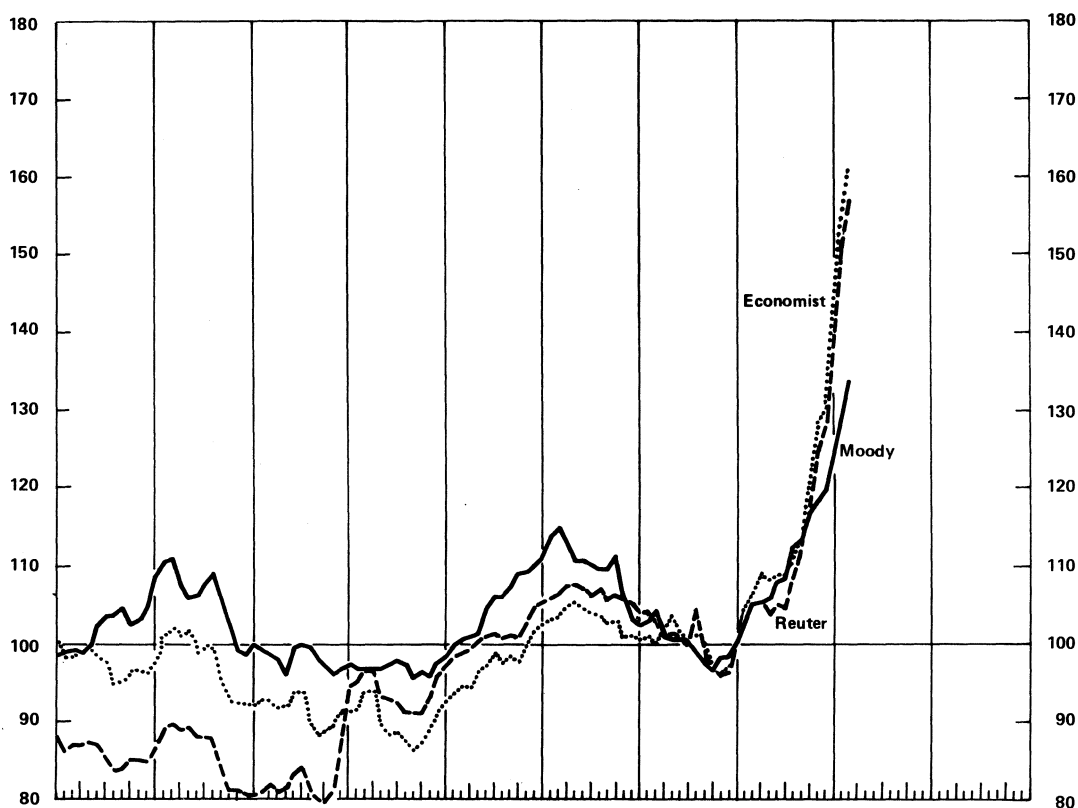
los que aquellas se acercaron al doble de las registradas en el decenio 1960-70. Todo parece indicar que el ritmo de inflación europeo no cederá en 1973.

La disparidad entre las tasas de inflación de Europa y Estados Unidos es un fenómeno que ha venido acentuándose desde 1970; aunque en el segundo semestre de 1972 la disparidad siguió aumentando en relación con la registrada en la primera parte del año, el F. M. I. prevé una pequeña disminución de la misma para 1973. La experiencia del primer cuatrimestre del año indica, sin embargo, que si la reducción de dicha disparidad se registra efectivamente en 1973, ello se deberá más a una aceleración de los precios en los Estados Unidos que a una desaceleración de los mismos en Europa.

Cuando, como ha ocurrido en Europa en 1972, una fase de intensa recuperación sucede a un período de debilidad de la demanda, caracterizado por elevados ritmos de incremento de precios y salarios capaces de consolidar unas expectativas inflacionistas en el público, la reanimación de la demanda global puede inducir un mayor impulso alcista de los salarios monetarios. Aunque la experiencia de los países europeos ha sido relativamente variada al respecto, puede decirse que, en general, no han registrado una aceleración en el ritmo de avance de los pagos por hora trabajada en 1972 —lo cual está relacionado, sin duda, con la mencionada resistencia al descenso de las tasas de paro—. Sin embargo, los avances salariales han sido fuertes y, en general, casi tan altos como en 1971 y la mayor pulsación de la de-

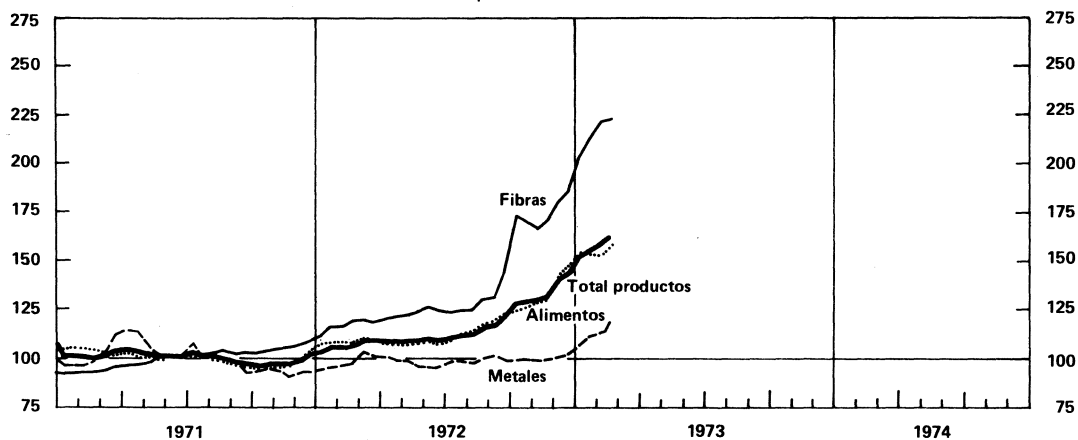
Precios del comercio mundial

Indices mensuales 1971=100



Indicador de The Economist

Indices quincenales 1971=100



CUADRO I-4

Alzas de los precios de consumo en los principales países industriales

Países	Tasas interanuales (a)			Tasas intertrimestrales (b)							
	1970	1971	1972	1 9 7 1				1 9 7 2			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV
Canadá	3,28	3,17	4,62	0,79	1,57	1,55	0,76	0,76	0,75	2,24	1,46
Estados Unidos	5,83	3,94	3,79	0,78	1,54	0,76	0,75	0,75	0,74	0,74	0,73
Japón	8,21	5,52	4,58	1,35	2,00	0,65	1,30	0,64	1,91	0,63	1,24
Austria	4,07	4,69	6,72	0,77	1,53	1,50	1,48	1,46	1,44	2,13	2,08
Bélgica	4,03	3,88	5,97	1,54	0,76	1,50	1,48	1,46	0,72	2,14	1,40
Luxemburgo	5,08	4,03	5,43	1,60	1,57	0,78	1,54	0,76	1,50	1,48	1,46
Dinamarca	5,59	5,96	6,25	0,65	1,92	1,26	1,86	1,22	1,81	1,78	1,74
Francia	5,65	6,11	5,76	1,50	1,48	1,46	1,44	1,42	1,40	2,07	2,03
Alemania	4,31	4,96	5,51	1,64	1,61	0,79	1,57	1,55	1,53	1,50	1,48
Italia	4,92	4,69	5,97	1,54	0,76	0,75	1,49	1,47	1,45	1,43	2,82
Holanda	4,44	7,80	7,89	2,08	2,72	1,32	1,96	1,92	2,52	0,61	3,05
Noruega	10,24	6,43	7,38	1,39	1,37	1,35	1,33	1,97	1,94	1,90	1,86
Suecia	7,14	7,41	6,21	3,62	0,00	1,40	2,07	2,03	0,66	1,97	1,29
Suiza	3,28	7,14	6,67	2,33	1,52	0,75	2,22	1,45	1,43	1,41	2,78
Reino Unido	6,30	9,63	7,43	2,88	3,50	1,35	1,33	1,32	1,95	1,91	1,88

(a) Tanto por ciento de variación entre el promedio mensual de un año sobre el promedio mensual del año anterior.

(b) Tanto por ciento de variación intertrimestral.

manda ha facilitado a los empresarios la repercusión sobre los precios de incrementos en los costes registrados en la etapa anterior o durante el año.

Por otra parte, la generalización a todos los países industriales del proceso expansivo durante 1972 determinó un fuerte movimiento alcista de los precios de las materias primas y los productos alimenticios en los mercados mundiales, en el que al componente estrictamente cíclico, ya de por sí intenso, vinieron a sumarse otros factores: el impacto de la devaluación del dólar sobre determinados productos (petróleo); enrarecimientos de la oferta, debidos a malas cosechas o a otros fenómenos naturales (cereales, harina de pescado); insuficiencias productivas preexistentes, pero acentuadas con el incremento de la demanda (carnes y cueros de vacuno), y problemas más permanentes de disponibilidades insuficientes de recursos a plazo no muy lejano (productos energéticos). El gráfico I-1 da buena idea de la dramática aceleración de los precios de las materias primas y los alimentos en los mercados mundiales en 1972, que ha tendido a acentuarse durante el primer trimestre del año actual. Los índices que mejor recogen tal evolución registran —dentro de una gran dispersión— un alza situada en torno al 30 por 100 a lo largo de 1972 y un nuevo incremento de aproximadamente un 15 por 100 en el primer cuatrimestre de 1973. No cabe duda de que este fenómeno ha encarecido los costes medios industriales, que sufrirán, por otra parte, el efecto de los incrementos salariales, y ha desempeñado, además, un papel importante en la más rápida evolución del coste de la vida, respecto del crecimiento general de los precios que se ha observado durante 1972 en todos los países, así como en la aceleración de los precios al consumo que se ha registrado, en general, durante los últimos meses del pasado año y se ha acentuado —afectando incluso a los Estados Unidos— durante los primeros meses de 1973. (Véase cuadro I-4.)

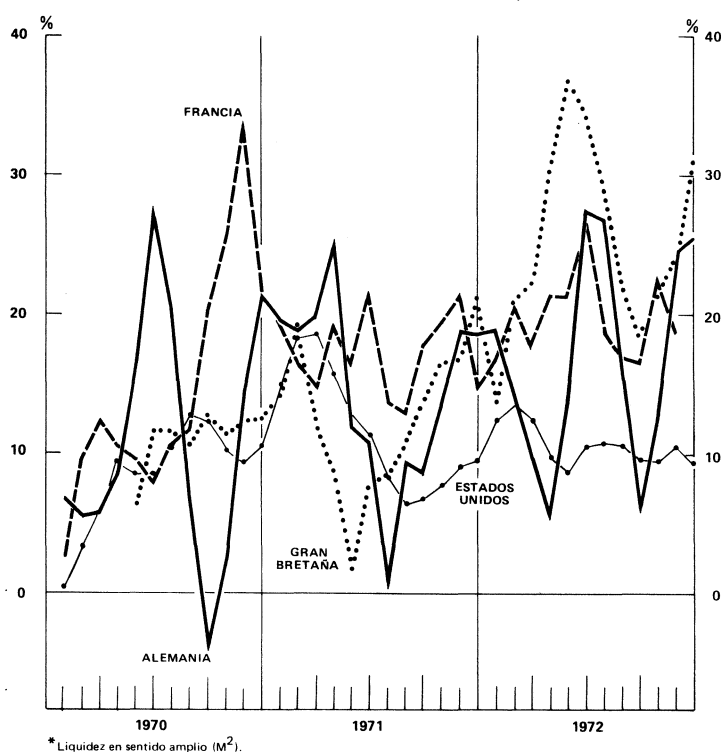
Las presiones inflacionistas se han visto alentadas, por otra parte, a escala mundial, por los fuertes incrementos de liquidez derivados del persistente desequilibrio en los pagos internacionales. El dispar comportamiento de los ritmos de inflación en los Estados Unidos y Europa durante los últimos años refleja parcialmente el proceso más clásico de ajuste de las balanzas de pagos a través de las variaciones de reservas, los ritmos de expansión de las magnitudes monetarias y los precios. Las políticas monetarias de los países excedentarios no pudieron o no tuvieron la decisión necesaria para aislar los sistemas monetarios interiores de las inyecciones masivas de liquidez de origen externo, embarcados, como estaban la gran mayoría de dichos países, en políticas económicas de signo expansivo encaminadas a combatir los elementos de recesión observados en 1971. La mayor limitación de este proceso de ajuste internacional derivaba de que el gran país deficitario, Estados Unidos, beneficiándose del carácter de moneda de reserva del dólar, no solo no estaba dispuesto a aceptar un proceso depresivo, sino que estaba decidido a mantener también políticas estimulantes del nivel de actividad.

En los Estados Unidos, el presupuesto tuvo un signo claramente expansivo, con un déficit estimado de unos 25.000 millones de dólares, y la política monetaria se tradujo en tipos de interés bajos y en un crecimiento de la oferta monetaria a un ritmo anual del 7,5 por 100 que, aunque

más elevado que el registrado en años anteriores, y claramente excesivo según algunos críticos de orientación monetaria, fue netamente inferior a las tasas registradas en el resto de los países industriales.

GRAFICO 1-2

Disponibilidades líquidas *
(Tasas anuales de incremento)



* Liquidez en sentido amplio (M²).

La mayor parte de los países industriales europeos, Canadá y Japón desarrollaron también políticas presupuestarias y monetarias expansivas; y ello, unido a los fuertes superávits registrados en el sector exterior, determinó ritmos de crecimiento de la oferta monetaria muy elevados que, aun prescindiendo de cualquier dogmatismo monetarista, indicaban una evolución monetaria excesivamente laxa. Gran Bretaña fue el país con tasas más elevadas de crecimiento de la oferta monetaria, superiores al 30 por 100 durante el verano de 1972; pero también Canadá, Japón, Alemania, Suiza y Francia registraron ritmos muy elevados de crecimiento de sus magnitudes mone-

tarias básicas, entre el 20 y el 30 por 100, que solo tendieron a desacelerarse en la segunda parte del año.

Las presiones inflacionistas y la disparidad entre los ritmos de avance de los precios a uno y otro lado del Atlántico indujeron, en efecto, a los países europeos a adoptar políticas monetarias más restrictivas después del verano. Los países de la C. E. E. se propusieron, en noviembre, la tarea de coordinar sus políticas monetarias con vistas a lograr un crecimiento de los precios no superior al 4 por 100 durante 1973, y decidieron adoptar medidas encaminadas a imponer una desaceleración al ritmo de crecimiento de la oferta monetaria, al tiempo que elevaban sus tipos básicos de redescuento. Los últimos meses del año presenciaron así un alza general de los tipos de interés y la sucesiva adopción de medidas de contención monetaria en todos los países industriales europeos, excluida Italia.

El año 1973 será un período de políticas presupuestarias y monetarias menos expansivas y tipos de interés más elevados que en 1972, a ambos lados del Atlántico; en parte, porque a la recuperación del nivel de actividad ha sucedido una fase de expansión que no parece requerir nuevos estímulos, y, en parte, porque la inquietante persistencia de las presiones inflacionistas aconseja unas políticas económicas menos permisivas, para evitar que la expansión induzca nuevas aceleraciones de precios y salarios.

Sin embargo, fue característico del año 1972 el avance de las posiciones de quienes muestran un alto grado de escepticismo sobre la posibilidad de frenar las presiones inflacionistas mediante el manejo de las políticas de demanda global. La nueva fase de expansión económica se ha iniciado esta vez, en todas partes, cuando las alzas de precios registradas en el período anterior estaban alimentando expectativas importantes de alzas de precios en el público; y en estas condiciones, las políticas expansivas han tendido a favorecer alzas de precios y salarios más rápidas que en fase similares de anteriores fluctuaciones económicas. Tales circunstancias hacen ciertamente difícil el tratamiento de la inflación. Una desaceleración rápida del ritmo de avance de los precios exigiría medidas enérgicas de desaliento de la demanda global, que los Gobiernos no están dispuestos a adoptar en una primera fase de expansión, cuando los porcentajes de paro son aún elevados, especialmente si no hay problemas de balanza de pagos a la vista. Esto explica la tendencia de las diversas autoridades nacionales a desplazarse —a veces, en contra de convicciones previamente declaradas— hacia políticas de rentas y precios encaminadas a mejorar la relación de sustitución entre paro e inflación, aunque persista la polémica respecto de la eficacia de tal tipo de políticas, es decir, respecto de si logran ejercer una efectiva influencia desalentadora sobre la inflación o se limitan a variar los ritmos de expansión de las presiones alcistas en el tiempo, respecto de sus consecuencias perturbadoras sobre la asignación de los recursos —especialmente si la demanda global sigue presionando con fuerza— y, en fin, respecto de la misma posibilidad de desarrollar una verdadera política de precios y rentas con los medios de información y control disponibles.

El camino lo marcó la Administración del Presidente Nixon, en agosto de 1971, al establecer una congelación general de precios y rentas por un período de noventa días (Fase I), que fue sucedida, en noviembre del mismo año, por un complejo programa de controles de precios y salarios supervisados por una complicada maquinaria administrativa (Fase II). Si se juzga por los datos relativos a la evolución de los precios, los controles de las Fases I y II tuvieron resultados satisfactorios, puesto que el índice general de precios redujo su ritmo de crecimiento del 4,5 por 100 en 1970, al 3,8 por 100, en 1971, y al 3,3 por 100 en 1972. Sin embargo, una buena parte de los controles establecidos fueron suprimidos o alterados, dando paso, en enero de 1973, a una Fase III de normas orientadoras «voluntarias» de precios y salarios. El Informe del Consejo de Asesores Económicos del Presidente justificaba esta decisión indicando que el mantenimiento de los controles durante 1973 hubiera implicado el riesgo de generar serias perturbaciones para la asignación de los recursos y aumentar fuertemente el coste administrativo de los mecanismos de control. Persistieron, no obstante, los controles para sectores tan

importantes como los de construcción, material sanitario y alimentos manufacturados, en los que la presión alcista de los precios se consideraba excesiva.

El objetivo inicial del Gobierno de los Estados Unidos era lograr que la tasa de inflación se redujera a un 2,5 por 100 en 1973. Sin embargo, el índice de precios al consumo avanzó a un ritmo anual del 8,8 por 100 durante el primer trimestre del año, impulsado principalmente por los precios de los productos alimenticios, sobre todo, de la carne. La Administración americana decidió bloquear el precio de la carne en los primeros días del mes de abril; mas, a pesar del impetuoso avance de los precios, prefirió mantener el sistema de controles «voluntarios», característico de la Fase III introducida en el mes de enero. Las 600 mayores Empresas del país habían de presentar a la Administración (Consejo del Coste de la Vida) un informe detallado de las variaciones de precios decididas en los cuatro primeros meses de 1973 y notificar al Consejo, con un mes de antelación, toda elevación de los precios que planeasen y que representase un alza de más del 1,5 por 100 de los precios (promedio de cada Empresa) en vigor en el mes de enero. El Consejo decidiría en cada caso si el aumento estaba o no justificado. Con posterioridad, la acentuación de las presiones alcistas parece estar orientando, de nuevo, a las autoridades americanas hacia una política de mayores controles de precios.

En Europa, la aceleración de los precios registrada a mediados de 1972 alcanzó su fase culminante en el tercer trimestre del año, induciendo a un buen número de países a adentrarse en una política de rentas y controles de precios.

Gran Bretaña, que estaba registrando un ritmo de alza en los precios al consumo superior al 10 por 100 en el tercer trimestre, introdujo el 6 de noviembre un bloqueo de precios, salarios, dividendos y alquileres, durante tres meses, extendido luego a dos meses más, después de fracasar los intentos gubernamentales de establecer una cooperación voluntaria tripartita entre la Confederación de Industrias Británicas (CBI), los Sindicatos de Trabajadores (TUC) y el Gobierno para luchar contra la inflación. El Gobierno adoptaba una línea de política económica contraria a sus convicciones; pero estimó que las circunstancias le obligaron a ello. La CBI había colaborado ya con el Gobierno para limitar los incrementos de precios al 5 por 100 durante el año que finalizó en julio de 1972; posteriormente, y con ciertas modificaciones, la CBI había prorrogado el acuerdo con el Gobierno hasta octubre de 1972. Un mes después se encontraban congelados los precios durante cinco meses.

A finales de marzo de 1973, el Gobierno británico implantó la Fase II de control de precios y salarios. En general, las directrices marcadas suponen un tope máximo de incremento salarial de una libra a la semana, más el 4 por 100 del salario medio por cada grupo negociador. La publicación de una lista de costes que cabe trasladar a los precios señala la variación que pueden experimentar éstos, en general al alza, ya que, por ejemplo, las industrias intensivas en capital no tendrán que reducir sus precios como consecuencia de una disminución en sus costes unitarios, si bien estarán sujetas a un control sobre los beneficios. Aunque con rasgos muy similares a la Fase II americana, la implantada en Inglaterra difiere tanto en no señalar

más concretamente el techo de los precios como en la ausencia de colaboración de los Sindicatos en esta Fase II. La actitud de los Sindicatos de trabajadores en las próximas negociaciones salariales marcará la pauta por la que discurra la Fase II inglesa y determinará los resultados de la misma hasta que se introduzca en el otoño, según las intenciones del Gobierno, una Fase III de cooperación voluntaria.

En el continente europeo, Bélgica, Luxemburgo, Holanda, Noruega y Suecia mantuvieron, introdujeron o extendieron sistemas de controles de precios y salarios en 1972 y de cara a 1973, e incluso Suiza ha establecido una comisión supervisora de la evolución de los precios y las rentas en enero de este año. Francia siguió inicialmente, en 1972, una política de suavización o eliminación de los controles de precios existentes; mas, a finales de año, y ante el avance de las presiones inflacionistas, se pospuso el incremento previsto en los precios de los servicios públicos hasta después de marzo de 1973, se introdujeron reducciones en los tipos del impuesto sobre el valor añadido y se propuso una política orientada a limitar los incrementos salariales al 6 por 100 para 1973.

El año 1973 será, en resumen, un año de expansión para el conjunto de los países industriales, con tasas de crecimiento real altas y superiores, en bastantes casos, a las inicialmente previstas. No es previsible que la actual fase de auge ceda hasta mediados de 1974, aunque perderá una parte de su impulso inicial a medida que transcurra el presente año. Pero será también un año de presiones inflacionistas intensas, a pesar del tono menos expansivo de la política económica de demanda y de la extensión de las políticas de rentas y precios. La tendencia alcista de los precios de los productos alimenticios —impulsada, en parte, por factores climatológicos que han restringido la oferta mundial de determinados productos (granos, carnes), pero favorecida también por el excesivo proteccionismo dominante en este sector—, el fuerte incremento de los precios mundiales de las materias primas y los productos energéticos y la mayor tensión de los mercados de trabajo, como consecuencia de la consolidación del proceso expansivo, plantearán problemas difíciles a las políticas encaminadas a combatir la inflación. Un menor grado de desequilibrio internacional, con el menor ritmo consiguiente de creación de liquidez mundial, tendría, por el contrario, un efecto moderador de las presiones inflacionistas. La disparidad entre las tasas de crecimiento real y precios entre los Estados Unidos y Europa tenderá, en fin, a reducirse a lo largo del año, aunque a ritmos probablemente superiores a los registrados en 1972.

1.2. Evolución económica de los países en fase media de desarrollo y en vías de desarrollo.

La evolución coyuntural de los países industriales durante los últimos años se ha visto acompañada, en el amplio y heterogéneo grupo de países a que se refiere brevemente este epígrafe, por una relativa desaceleración del crecimiento real durante los años 1970-1971 y por una recuperación durante el año 1972, que se consolidará probablemente en 1973.

El cuadro I-5 indica que en el subgrupo de *países en fase media de desarrollo*, las tasas de crecimiento real alcanzadas en 1972 fueron considerables, y especialmente elevadas en los países europeos (España, Finlandia, Grecia, Islandia, Irlanda, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia), en tanto que solo fueron modestas

CUADRO I-5

**Producto nacional bruto real
e índice general de precios en el subgrupo
de países en fase intermedia de desarrollo**

(Porcentajes de variación anual)

Países	P. N. B. real		Deflactor del P. N. B.	
	1971	1972 (estimación)	1971	1972 (estimación)
Países europeos (1)	5,8	6,9	9,6	9,3
Países del Hemisferio Sur (2)	3,9	3,1	7,2	7,9
TOTAL	5,1	5,4	8,6	8,7
Países industriales	3,3	5,8	5,6	4,6

FUENTE: F. M. I. *World Economic Outlook* 1972.

- (1) España, Finlandia, Grecia, Islandia, Irlanda, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia.
(2) Australia, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

mente en los países europeos del subgrupo), determinó una posición excedentaria en la balanza por cuenta corriente para el conjunto del subgrupo, que vino a suceder el déficit de más de 2.000 millones de dólares registrado en 1971. Dada la tendencia tradicional de estos países a ser importadores netos de capital, el resultado ha sido un considerable aumento de sus reservas internacionales, que ha llegado a hacer especialmente difícil, en algunos casos, la utilización de la política monetaria como instrumento para controlar la inflación.

También el subgrupo de *países más atrasados o en vías de desarrollo* ha registrado en 1972 un ritmo de crecimiento más alto que en 1971. Esta evolución es reflejo, en buena medida, del considerable aumento de sus exportaciones hacia los países industriales, que ha sido consecuencia del mayor ritmo de actividad de estos últimos y que ha sucedido al período de marasmo de aquéllas que caracterizó a los años 1970-1971 (véase cuadro I-6). La favorable evolución de las exportaciones de estos países en 1972 ha venido influida, sin embargo, no solo por la recuperación de las economías industriales, sino también por el impacto del reajuste de paridades de 1971. Según estimaciones del F. M. I., el resultado neto de los cambios de paridades operados en 1971 fue una depreciación efectiva media de alrededor del 4,5 por 100 para el

y más bajas que en 1971 para los países del hemisferio Sur incluidos en el subgrupo (Australia, Nueva Zelanda y Sudáfrica). El cuadro I-5 permite advertir también que los ritmos de inflación de este subgrupo fueron, en general, considerablemente más altos que los registrados en los países industrializados; se espera que esta tendencia continúe en 1973, aunque la diferencia en las tasas de inflación respecto de los países industriales tenderá, probablemente, a disminuir. Al registrar un ritmo más intenso de expansión industrial, las importaciones de los países incluidos en este subgrupo aumentaron considerablemente durante 1972. Sin embargo, también sus exportaciones registraron una tasa de expansión (8 por 100) superior a la alcanzada en el año anterior (6 por 100), y esto, unido al cuantioso volumen de sus ingresos procedentes del turismo y remesas de emigrantes (especial-

conjunto de monedas de los países de este subgrupo; se cree que esta depreciación ha tenido una moderada influencia expansiva sobre el volumen de exportaciones de estos países durante 1972 y se espera que dicha influencia continúe operando en 1973. Dentro del subgrupo, los países productores de petróleo han continuado acumulando reservas exteriores, que han pasado de 4.500 millones de D. E. G., a finales de 1969, a 9.400 millones de D. E. G., a finales de 1972, suscitando preocupaciones sobre los efectos que la colocación de las mismas pueda tener sobre los mercados monetarios internacionales. Un hecho nuevo, surgido en 1972 a consecuencia de la crisis monetaria internacional, es que algunos de los países del subgrupo que comentamos se han visto enfrentados con problemas procedentes de la afluencia de capitales a corto plazo, que hasta ahora habían sido característicos de los países desarrollados. Así, Brasil, especialmente, y en menor medida Indonesia, Singapur y otros países, han visto crecer sus masas monetarias en cuantías consideradas excesivas, como consecuencia de la afluencia de capitales, y sus autoridades han tenido que adoptar medidas restrictivas al respecto.

CUADRO I-6

Evolución del volumen de exportaciones por grupos de productos a países industrializados, procedentes del subgrupo de países en vías de desarrollo

(Porcentajes de variación respecto del año anterior)

Grupos de productos	1970	1971	1972 (estimación)
Productos alimenticios	7,3	0,2	3,0
Productos agrícolas	1,4	— 1,0	4,1
Petróleo	11,8	7,2	5,6
Otros metales y minerales . .	6,1	— 1,4	7,2

FUENTE: F. M. I. World Economic Outlook 1972.

II. LAS BALANZAS DE PAGOS Y LA EVOLUCION MONETARIA INTERNACIONAL.

El año 1972 se inició con la esperanza de que el reajuste de paridades registrado en los últimos días de 1971 condujese a un mayor equilibrio de los pagos internacionales. No se pensaba, desde luego, que los efectos equilibradores actuasen con intensidad en forma inmediata; se aceptaba que dichos efectos solo podrían abrirse camino con lentitud e incluso cabía prever que el realineamiento de paridades acentuase transitoriamente los desequilibrios a plazo muy corto, como consecuencia del empeoramiento de la relación de intercambio que habría de afrontar el país deficitario. Las previsiones más optimistas señalaban un plazo no inferior a dieciocho meses para que comenzaran a observarse sólidas mejoras en la balanza de pagos de los Estados Unidos.

Sin embargo, a medida que avanzaba el año fue debilitándose la confianza puesta en la nueva estructura de paridades y fue ganando terreno la opinión de que la devaluación del dólar, lograda tras tantas dificultades, resultaba insuficiente para asegurar el equilibrio de las cuentas exteriores americanas, aun con un horizonte de un par de años. Las estadísticas mostraban, mes tras mes, la acumulación de excedentes comerciales muy superiores a los previstos en

Japón y la C. E. E. —especialmente, en Alemania— y, como contrapartida, una fuerte agravación del déficit comercial de los Estados Unidos, quienes incluso registraron un saldo comercial adverso con la C. E. E. por primera vez en muchos años. Al concluir 1972, la balanza de pagos básica americana se cerraba con un déficit de 9.200 millones de dólares, prácticamente igual al registrado en 1971, en tanto que Japón, Canadá y los países industriales europeos, excepto el Reino Unido, mostraban excedentes en sus cuentas exteriores básicas, especialmente importantes en los casos de Alemania y Japón. Estas eran realidades bastantes para minar la confianza de los mercados en el dólar y para mantener una situación de intranquilidad que podía conducir a una nueva crisis monetaria internacional al menor incidente. Este surgió cuando aún no había concluido el mes de enero de 1973, precipitando una cadena de acontecimientos que habían de llevar, en pocos días, a un nuevo reajuste de paridades y a una nueva devaluación del dólar.

II.1. Las balanzas de pagos por cuenta corriente.

La tónica expansiva general de los países industriales en 1972 impuso al volumen del comercio mundial una fuerte tasa de crecimiento, que se estima situada entre un 8 y un 9 por 100. Los precios en dólares de las exportaciones avanzaron, por su parte, de un 7,5 a un 8 por 100 durante el año, como consecuencia de los efectos de la devaluación del dólar —cuyo ejemplo más notorio fue la subida del precio del petróleo, tras la revisión de los acuerdos entre los Estados productores y las Compañías explotadoras—, de la mayor tensión de la demanda, de las presiones de costes en los países industriales y de los efectos que sobre los precios de numerosos productos alimenticios y materias primas tuvieron una serie de factores, a que se ha hecho referencia, que exceden de las consideraciones meramente cíclicas.

El comportamiento de los precios del comercio mundial implicó un empeoramiento de la relación real de intercambio de los Estados Unidos, con el consiguiente efecto desfavorable a corto plazo sobre el saldo de su balanza de mercancías. En el mismo sentido operaron el desfase de la evolución cíclica entre los Estados Unidos y el conjunto de los demás países industriales, así como nuevos factores de tipo estructural observados en la demanda americana, tales como unas mayores necesidades de carburantes importados y una mayor propensión marginal a importar bienes de consumo. El resultado de todos estos factores fue un intenso empeoramiento del déficit comercial de los Estados Unidos, que pasó de los 2.700 millones de dólares, registrados en 1971, a 6.800 millones, en 1972. Las importaciones americanas avanzaron en un 22 por 100 durante el año, en tanto que las exportaciones lo hicieron en poco más del 12 por 100. El saldo comercial solo mejoró frente a los países de economías socialistas, merced a importantes suministros de cereales, en tanto que el déficit con el Japón alcanzó los 4.100 millones de dólares y el comercio con Europa Occidental, como ya se ha indicado, registró un saldo adverso por primera vez en muchos años. Los resultados de la balanza comercial, la reducción del excedente de servicios —atribuible al aumento de las cargas por

intereses sobre los crecientes pasivos exteriores— y el incremento de los gastos militares determinaron un déficit de la balanza por cuenta corriente de 8.000 millones de dólares, en 1972, frente al saldo adverso de solo 2.850 millones de dólares registrado en 1971.

Balanza de pagos de Estados Unidos

(Miles de millones de dólares U. S.)

	1971	1972
Balanza comercial	— 2,7	— 6,8
Invisibles	— 0,1	— 1,2
Balanza c. corriente	— 2,8	— 8,0
Capital largo	— 6,5	— 1,2
Balanza básica	— 9,3	— 9,2
Variación de pasivos privados	— 7,8	— 3,8
Variación de pasivos oficiales	— 29,8	— 10,3

FUENTE: U. S. Dept. of Commerce.

te se situó en unos 6.660 millones de dólares, superior en 859 millones al registrado en el año anterior.

En el caso de Alemania, el excedente por cuenta corriente pasó de 170 millones de dólares, en 1971, a 540 millones, en 1972, como consecuencia, principalmente, del incremento registrado en el superávit por mercancías, que avanzó de 4.295 millones de dólares, en 1971, a 6.180 millones, en 1972. El superávit comercial alemán con Estados Unidos alcanzó unos 1.350 millones de dólares, en 1972, frente a 781 millones, en 1971.

Los resultados relativos de las balanzas por cuenta corriente de los Estados Unidos, Japón y Alemania durante el pasado año se vieron considerablemente afectados, sin duda, por el desfase cíclico en la evolución económica respectiva. También la situación coyuntural desempeña un papel básico a la hora de explicar el superávit por cuenta corriente alcanzado por Italia en 1972, que, con 2.800 millones de dólares, fue, con mucho, el más elevado de Europa.

CUADRO I-7 Como contrapartida del déficit americano, también fueron decepcionantes, desde el punto de vista del equilibrio de los pagos internacionales, los fuertes excedentes por cuenta corriente obtenidos por los principales países industriales, excluido el Reino Unido, durante 1972.

El Japón, cuya moneda registró la más alta revaluación respecto del dólar en los acuerdos de diciembre de 1971, incrementó algo su ritmo de importaciones, que se situó en un 21 por 100, pero sus exportaciones mantuvieron la elevada tasa de crecimiento del 19 por 100, algo inferior, sin embargo, a la del año anterior (24 por 100). El excedente de mercancías fue cercano a los 9.000 millones de dólares y el de cuenta corrien-

CUADRO I-8

Balanzas de pagos por cuenta corriente

(Miles de millones de dólares U. S.)

	1971	1972
Estados Unidos	— 2,85	— 8,00
Gran Bretaña	2,54	— 0,015
Francia	0,45	0,70
Alemania Federal	0,17	0,54
Italia	1,85	2,80
Bélgica-Luxemburgo	0,30	1,10
Holanda	— 0,20	1,00
TOTAL C. E. E.	2,57	6,14
Canadá	0,34	— 0,25
Japón	5,80	6,66

En Francia, sin embargo, el excedente por cuenta corriente fue también importante, a pesar de que la actividad económica estaba pulsando con una intensidad superior a la media europea; de modo que el componente cíclico no puede ser utilizado con generalidad para explicar las desviaciones de la realidad respecto de las esperanzas puestas en los efectos equilibradores de la nueva estructura de paridades.

En Gran Bretaña, la evolución de los costes y los precios durante los últimos años y la consiguiente pérdida de competitividad de las exportaciones se reflejaron en la evolución de la balanza de pagos por cuenta corriente, cuyo superávit de 1971 se transformó en un pequeño déficit en 1972. En cuanto a los demás países de Europa Occidental, sus balanzas por cuenta corriente tendieron también a evolucionar en un sentido opuesto al deseado por el reajuste de paridades, pasando, en su conjunto, de un déficit de 277 millones de dólares, en 1971, a un superávit de 625 millones, en 1972.

II.2. Los movimientos de capitales y los mercados de cambios.

Para el conjunto del año 1972, las exportaciones netas de capital a largo plazo contabilizadas en la balanza de pagos de los Estados Unidos alcanzaron unos 1.200 millones de dólares, lo cual implica una reducción de más de 5.000 millones respecto del saldo registrado en el año anterior. Tal evolución, favorable desde el punto de vista del equilibrio de los pagos internacionales, hay que atribuirle a un descenso de las inversiones americanas directas en el resto del mundo, a una mayor apelación americana a los mercados exteriores en busca de financiación a largo plazo y al incremento de las compras de valores y de las inversiones directas por extranjeros en los Estados Unidos. Estos hechos hicieron posible que los desequilibrios registrados en las balanzas de pagos básicas de los principales países industriales fueran en algunos casos menos intensos que los reflejados en sus balanzas por cuenta corriente.

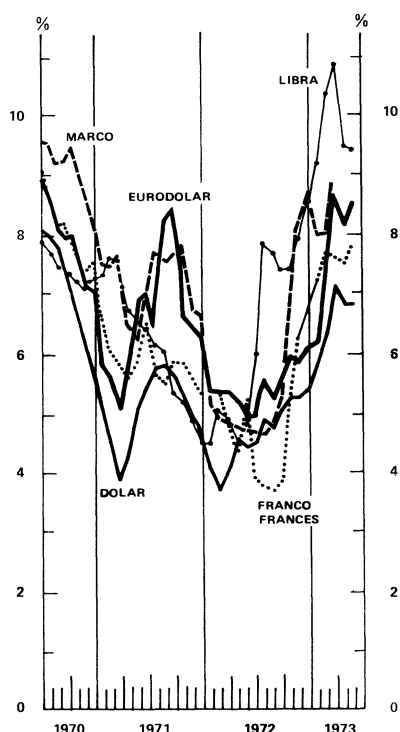
Los movimientos de capitales a corto plazo mantuvieron durante 1972 su tónica de intensidad e inquietud, afectando a la evolución de los mercados de cambios hasta el punto de hacer imposible el examen de éstos con independencia de aquéllos. El estudio de unos y otros aconseja dividir el año en cuatro períodos que ofrecen, a grandes rasgos, una cierta homogeneidad, tanto por lo que respecta a la forma y naturaleza de las decisiones políticas adoptadas como por lo que se refiere al comportamiento de las variables económicas observadas: la balanza de pagos de los Estados Unidos, la cotización internacional del dólar, el diferencial de intereses entre uno y otro lado del Atlántico, etc.

El primer período se extiende, aproximadamente, desde la reapertura de los mercados de divisas en diciembre de 1971 hasta mediados de marzo de 1972. Durante estas diez o doce semanas, el dólar vio fuertemente erosionada su cotización. Las principales divisas alcanzaron, después del acuerdo de Wáshington, cotizaciones muy próximas a su extremo más débil fren-

GRAFICO 1-3

Tipos de interés

(Tres meses)



te al dólar, ya que el reajuste internacional de paridades indujo a muchos operadores a asumir de nuevo posiciones en dólares. Pero esta demanda de dólares duró escasamente unos días. Aparte factores de ponderación difícil —inacción del legislativo americano para formalizar el nuevo precio del dólar, recelos sobre la política económica de Nixon en un año electoral—, hubo una influencia decisiva que elevó a cifras muy altas la oferta de dólares: el diferencial de tipos de interés. Aceptando que las presiones especulativas contra el dólar no fueron muy intensas ni constantes durante este período, queda el diferencial de intereses como causa suficiente para explicar continuados desplazamientos de fondos desde el dólar hacia otras divisas: para los prestatarios de primer orden, el margen contra Estados Unidos variaba entre cuatro enteros (caso de Francia) y uno y tres cuartos (caso de Alemania). Las salidas de capitales americanos a corto plazo, atraídos por los tipos de interés vigentes en Europa, debieron de alcanzar más de 2.500 millones de dólares durante este período, descompensando ampliamente los 1.000 millones de dólares en que se estima el reflujo de fondos hacia los Estados Unidos a finales de diciembre.

El empeoramiento de la cotización del dólar aumentó su grado relativo de devaluación frente a las divisas más importantes. A comienzos de enero, la devaluación efectiva podía estimarse en un 9 por 100; a mediados de marzo llegaba hasta el 11 por 100.

El segundo período podría abarcar desde mediados del mes de marzo hasta mediados o finales de junio. Es un período de cierta calma en los cambios internacionales. Encierra dos fases de signo inverso, pero no registra perturbaciones monetarias excepcionales. Durante las primeras semanas, el dólar se mantuvo muy estable: de hecho, su devaluación efectiva a mediados de abril ascendía aproximadamente a un 11 por 100, como un mes antes y sin apuntar altibajos sensibles. Parece muy probable que las autoridades monetarias de los Estados Unidos cancelasen incluso pasivos oficiales con el exterior por algunos cientos de millones de dólares. Pero la situación experimentó un giro hacia el mes de mayo con una nueva debilitación del dólar —cuya devaluación media era de 11,2 por 100 a mediados de mayo y de 11,85 por 100 a mediados de junio— y un déficit trimestral en la balanza americana de pagos que aumentó los pasivos oficiales exteriores de Estados Unidos en unos 700 millones de dólares.

CUADRO I-9

A Ñ O 1 9 7 2

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septbre.	Octubre	Novbre.	Dicbre.
Devaluación efectiva del dólar Estados Unidos (mediados de mes) *	9,5 %	10,7 %	11 %	11 %	11,2 %	11,8 %	11,2 %	11 %	10,9 %	10,8 %	10,5 %	10 %
Déficit balanza de pagos de Estados Unidos (dato trimestral) **	← — 3.300 m. —→			← — 700 m. —→			← — 5.500 m. —→			← — 900 m. —→		
Tipo de interés (finales de mes): ***												
Estados Unidos	4,03	3,62	4,02	4,59	4,44	4,53	4,87	4,78	5,08	5,25	5,22	5,37
Alemania	5,19	4,88	4,80	4,78	4,71	4,65	4,65	4,80	5,22	6,91	8,10	8,60
Reino Unido	4,47	5,00	4,83	4,47	4,71	5,90	7,82	7,69	7,45	7,45	7,88	8,50
Francia	8,65	5,25	4,79	4,31	5,21	3,89	3,75	3,69	3,88	5,21	6,28	9,15
Eurodólar	5,40	5,13	5,44	5,23	4,91	4,88	5,69	5,50	5,60	6,05	5,85	6,07

* Es un promedio ponderado respecto de las divisas más importantes: alcanza como referencia 10,35 por 100 respecto de los cambios centrales acordados en Wáshington en diciembre de 1971.

** Variación en pasivos frente a bancos centrales y pérdida reservas.

*** Estados Unidos: Certificados de depósito (tres meses); Alemania: Mercado interbancario (tres meses); Reino Unido: Depósitos de Autoridades Locales tres meses); Francia: Mercado Monetario, efectos privados (de un día para otro).

Los factores de influencia que conviene aislar en este período son varios. La reducción del flujo de inversiones directas americanas en el extranjero, las declaraciones oficiales de apoyo incondicional a los cambios centrales aceptados en Wáshington y medidas muy concretas para rechazar entradas de capital o favorecer su salida —en Alemania, Reino Unido y Japón—, permitieron al dólar registrar cotizaciones estables a comienzos del período, cortando la debilitación que acusaba desde enero. Pero más importancia que esta medidas —por naturaleza, poco aptas para surtir efectos inmediatos— tuvo, probablemente, el juego del diferencial de intereses entre Estados Unidos y los países europeos. A fines de marzo se registró una reducción generalizada de tipos de interés en Europa Occidental al tiempo que se iniciaba su recuperación en los Estados Unidos. En mayo, sin embargo, se comprobó que este movimiento no tenía carácter duradero. Aunque los tipos se mantuvieron muy firmes en Estados Unidos, las tensiones de liquidez (en Suiza) y las preocupaciones por la inflación (sobre todo en Alemania) detuvieron la tendencia a la baja de los tipos de interés en Europa Occidental. Es seguramente esta alteración en los cuadros comparados de tipos de interés la que mejor explica las dos fases, de estabilidad y de nuevo empeoramiento del dólar, que se aprecian en el período comentado. Con todo, la mejoría del segundo trimestre hizo posible que el déficit global en términos de transacciones oficiales de la balanza de pagos americana para la primera mitad del año ascendiese a poco más de 4.000 millones de dólares, reflejo muy aproximado del déficit por cuenta corriente en el período.

La relativa tranquilidad de este período permitió a la C. E. E. volver a discutir el tema del estrechamiento de las bandas de fluctuación entre sus monedas. El acuerdo de Wáshington incluía la aceptación de una banda de oscilación de 4,5 por 100 entre cualquier divisa y el dólar, moneda general de intervención. Como es sabido, la máxima oscilación posible entre dos divisas cualesquiera será, en estas condiciones, el doble de la banda con el dólar, o sea, del 9 por 100. En marzo de 1972, el Consejo de Ministros de la C. E. E. decidió ordenar a los Bancos Centrales la intervención en divisas comunitarias para reducir la máxima oscilación entre dos cualesquiera de ellas a la banda del 4,5 por 100, es decir, para eliminar totalmente la ventaja relativa de que gozaba el dólar al respecto. El acuerdo entró en vigor el 24 de abril. El 1 de mayo se adhirieron el Reino Unido y Dinamarca, que todavía no eran miembros formales de la C. E. E. Los países del Benelux mantienen un acuerdo bilateral que estrecha aún más la banda de oscilación entre el franco belga y el florín. El mecanismo de intervención en monedas comunitarias aparecía apoyado en un sistema de mutua financiación a corto plazo entre Bancos Centrales, mediante créditos reembolsables de acuerdo con la composición de las reservas del país deudor.

Los distintos puntos del acuerdo de estrechamiento de bandas fueron incumplándose, sin embargo, paulatinamente: el estrechamiento en sentido propio (al flotar el Reino Unido y retirarse Dinamarca), el mecanismo de intervención (al vender dólares Alemania en contra de compromisos explícitos) y el mecanismo de reembolso de deudas a corto plazo (al negarse Italia a desprenderse de oro). La Comunidad habría de esperar a la crisis monetaria de los

primeros meses de 1973 para iniciar un nuevo esfuerzo de cooperación encaminada a la meta, aún lejana, de la unificación monetaria.

Las semanas inmediatamente siguientes a la flotación de la libra esterlina constituyen un tercer período de características definidas y opuestas a las del anterior. Se trataba de la primera crisis monetaria posterior al acuerdo de Wáshington. Su origen hay que referirlo a un complejo de circunstancias políticas y económicas peculiares. Sobre un fondo de fuertes expectativas inflacionistas, estimuladas por las evidentes dificultades del Gobierno conservador para articular e imponer una política de rentas, se registraron diversos acontecimientos menores que, desde primeros de junio, condujeron a la flotación de la libra quince días después: la publicación de cifras desfavorables de balanza de pagos (en buena medida, influidas por la huelga de mineros y por la de portuarios americanos), un editorial de *The Times* sugiriendo una devaluación de la libra a 2.40 dólares y la intervención pública de Healey, «ministro» de Hacienda de la oposición, considerando improrrogable la devaluación. La subida del «Bank rate» en un punto hasta el 6 por 100 no pudo defender la libra del efecto sobre el mercado de tal serie de influencias. El 26 de junio, las autoridades inglesas decidieron suspender sus compromisos con el Grupo de los Diez (acuerdo de Wáshington) y con la C. E. E. (estrechamiento de bandas), permitiendo la flotación libre del tipo de cambio. La defensa del cambio había tenido un coste que se estima en 2.500 millones de dólares perdidos en cinco días de mercado: a este ritmo, las reservas inglesas se hubieran agotado en otros ocho o diez días. A la reapertura del mercado de divisas, la libra cotizó con una devaluación del 2,9 por 100, aproximadamente, respecto de su cambio central de 2,60 dólares; a mediados de julio, la devaluación llegó a casi el 7 por 100, para retroceder luego ligeramente.

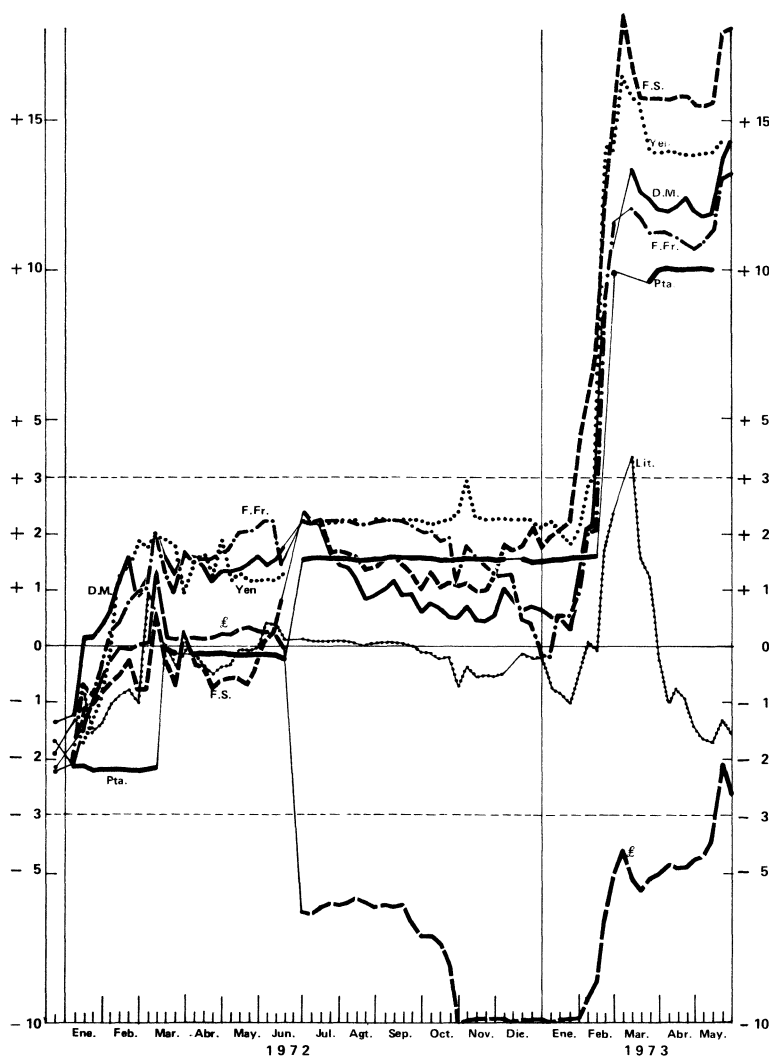
La crisis de la libra esterlina arrastró al dólar y provocó voluminosas salidas de fondos a corto plazo desde los Estados Unidos: de hecho, el aumento de pasivos oficiales frente al exterior durante el trimestre julio-septiembre se explica, en su casi totalidad (5.500 millones de dólares), por los movimientos de capital subsiguientes a la flotación de la libra. Sin embargo, la situación pudo enderezarse: en un intento de aislar y minimizar el problema de la libra, los Ministros de Hacienda de la C. E. E. comprometieron de nuevo su adhesión a los tipos de cambio acordados en Wáshington seis meses antes; por otro lado, la Reserva Federal colaboró abiertamente con los Bancos Centrales europeos, absorbiendo dólares contra divisas, y Alemania y Suiza reforzaron notablemente sus medidas de contención a la entrada de capitales exteriores. A mediados de julio, la devaluación efectiva del dólar volvía a ser aproximadamente la del período anterior a junio.

El cuarto período puede considerarse comprendido entre mediados de agosto, cuando los mercados se tranquilizan después de la crisis de la libra, y enero de 1973. Son varios meses de calma superficial en que el dólar se recupera lentamente —su devaluación efectiva a mediados de diciembre era de un 10 por 100, la menor desde el mes de enero— y los pasivos oficiales exteriores de Estados Unidos registran una elevación comparativamente moderada —unos 900 millones de dólares—.

GRAFICO I-4

Mercados de cambios

Desviación porcentual de los tipos centrales a diciembre de 1971



Hay razones, más o menos episódicas, para justificar estos datos. Gran cantidad de fondos a corto plazo, colocados en otras divisas durante junio y julio, regresaron a Estados Unidos durante el período. Al avanzar el último trimestre, muchas firmas americanas inversoras en el exterior tuvieron que repatriar fondos para satisfacer las normas vigentes en materia de inversión exterior. Los tipos de interés se reafirmaron en Estados Unidos y, aunque la tendencia fue claramente alcista en Europa Occidental, no parece que los correspondientes diferenciales influyesen de forma significativa durante el período.

Pero tras de la calma aparente y de las cifras e informaciones generales continuaban latiendo factores de crisis.

En primer lugar, la presión sobre el dólar cedió en todos los mercados con una importante excepción. Las cifras conocidas durante el año sobre la balanza de pagos de Japón y, en especial, las cifras de su balanza bilateral con los Estados Unidos daban a entender que la la relación dólar-yen acordada en Wáshington era sumamente inestable. Muchos operadores pensaron que el Gobierno japonés decidiría una nueva revaluación inmediatamente después de las elecciones generales de diciembre. Japón recibió en consecuencia fondos a corto plazo en cuantía sustancial. Como el Banco de Japón sostuvo sin flaquear el yen en el extremo más fuerte de la banda, tuvo que aceptar aumentos notables en sus reservas (unos 3.000 millones de dólares, entre octubre y finales de año). Por consiguiente, la mejora arriba apuntada en la devaluación efectiva del dólar, así como el discreto aumento de los pasivos oficiales de los Estados Unidos, estaban encubriendo, de hecho, una intervención masiva del cambio en Japón y unas salidas brutas de fondos hacia este mercado muy considerables. La convicción de los mercados internacionales era que el yen mantenía un cambio oficial artificialmente infravaluado.

En segundo lugar, al tiempo que la tasa de inflación en los Estados Unidos se reducía a unos límites muy aceptables (alrededor de un 3 por 100 anual), Europa Occidental tomaba conciencia de una amenaza inflacionista generalizada y de difícil control, que indujo la adopción de medidas monetarias restrictivas, sobre todo a partir de la reunión de Ministros de Hacienda de la C. E. E. en octubre. En los dos últimos meses de 1972 elevaron sus tipos de interés básicos casi todos los Bancos Centrales europeos, complementando la medida, en ocasiones, con operaciones de retirada de liquidez. Aunque el nuevo cuadro de datos creado por estas medidas no alteró la situación cambiaria internacional, era evidente que cerraba el paso a una mejora ulterior del dólar.

Debe aislarse, finalmente, el caso de Italia. A pesar del superávit crónico de la balanza italiana de cuenta corriente (760 millones de dólares, en 1970; 1.850 millones, en 1971; unos 2.800 millones, en 1972), la lira estaba sometida a una presión bajista también crónica, debido a la exportación no autorizada de capital por razones fiscales. Cuando a estas razones se añaden otras de carácter político o económico, las salidas de fondos pueden alcanzar tal volumen que provoquen sospechas de devaluación de la lira. Esta fue, probablemente, la situación iniciada en el otoño de 1972. El alza de tipos de interés en el resto de Europa ofreció un aliciente más que, según todos los indicios, el evasor italiano decidió aprovechar colocando capital en Suiza o Alemania. No pudiendo endurecer su política monetaria, el Gobierno italiano trató, durante los últimos meses de 1972, de adoptar medidas de balanza de pagos para lograr una compensación pasajera de las exportaciones de capital. Impulsó el endeudamiento a medio plazo de algunas entidades públicas (ENI, ICIPU) y, mediante *swaps*, facilitó a la banca el endeudamiento exterior a corto plazo. Estas medidas encubrieron lo que, en otro caso, hubiera sido un drenaje sustancial de las reservas exteriores italianas. Al finalizar el

año, la debilidad de la lira era obvia; y esa debilidad pronto había de actuar como factor o pretexto que desencadenaría una nueva crisis monetaria internacional.

Pero, en último término, la mejor expresión del clima de inquietud e incertidumbre que dominaba la situación monetaria mundial al finalizar el año 1972 era la proliferación de medidas encaminadas a combatir los movimientos especulativos de fondos y a aislar, en la medida de lo posible, la evolución de las condiciones monetarias interiores respecto de las perturbaciones internacionales. La variedad de medidas adoptadas desde el verano de 1971 hace poco menos que imposible un intento de enumeración; pero las diferencias entre las medidas de unos y otros países se deben, a menudo, a simples peculiaridades institucionales y no a razones de fondo. Por ello, parece posible sistematizar el conjunto de medidas más relevantes en tres grandes grupos:

1.º Medidas que operan a través del mecanismo de precios.

Incluyen, en primer término, la prohibición al pago de intereses bancarios sobre cuentas de no residentes. Medidas de este tipo se encontraban vigentes en Alemania y Bélgica desde la crisis de mayo de 1971 y en Holanda, desde marzo de 1972. Suiza prohibió el pago de intereses a no residentes en julio de 1971, pero un año después reforzó la medida estableciendo el cobro anticipado de una «comisión» del 2 por 100 trimestral sobre nuevas cuentas de no residentes.

Sistemas de depósitos obligatorios en moneda local contra pasivos bancarios exteriores estaban vigentes en Alemania (oscilando entre el 30 y el 40 por 100, según el plazo del depósito), Suiza (podía llegar al 90 por 100) y Japón (el 50 por 100). Bélgica y Holanda obligaban a su banca a retener la divisa entrada a través de cuentas de no residentes, impidiendo, por tanto, la conversión a moneda local.

Una medida semejante al depósito obligatorio existía en Alemania con respecto al endeudamiento exterior de residentes no bancarios. La llamada «ley de depósito en metálico» (Bardepot), aprobada en diciembre de 1971, sometía los préstamos obtenidos en el exterior por Empresas alemanas a un depósito sin interés en el Bundesbank, que podía alcanzar el 50 por 100 del importe del préstamo (se exceptuaban los préstamos ligados a transacciones de cuenta corriente, los préstamos destinados a financiación en el exterior y algunos otros).

Las medidas indicadas trataban de encarecer las operaciones al no residente —mediante el coste de oportunidad que implican el interés nulo o el coste real de un interés negativo— o al residente —Banco o Empresa—. Sus objetivos diferían, porque las disposiciones que afectan a los Bancos tratan de frenar los movimientos especulativos de fondos, mientras que una medida como el Bardepot entorpece también movimientos de capital a largo plazo. La eficacia

de estas medidas resultó, sin embargo, muy limitada. En unos mercados de cambios inestables, donde existen fuertes posibilidades de ganancias especulativas, el encarecimiento de costes impuesto por medidas como las indicadas puede resultar irrisorio.

2.º *Medidas impuestas a través de controles administrativos.*

Cabe incluir aquí todas las medidas consistentes en la exigencia, a residentes o a no residentes, de algún tipo de autorización, estatal o del Banco Central, para poder llevar a cabo determinadas transacciones de balanza de pagos. El recurso a medidas de esta naturaleza para frenar las entradas de capitales exteriores se había hecho cada vez más frecuente y su eficacia dependía enteramente del rigor con que se decidiera oficialmente su aplicación —rigor que, a su vez, dependía de la organización administrativa gestora del control de cambios—. Los préstamos exteriores estaban sometidos a previa autorización en Suiza y Holanda. Suiza, por su parte, había congelado las inversiones de no residentes, en cualesquiera valores suizos o bienes reales, a sus niveles de junio de 1972, prohibiendo toda nueva operación. Desde finales de octubre de 1972, Japón había prohibido también toda nueva operación de no residentes en sus mercados de valores (como en el caso suizo, el «stock» de títulos en poder de residentes podía mantenerse y renovarse).

Finalmente, pueden considerarse dentro de este grupo las medidas que imponen a los operadores un patrón de conducta distinto del que, en otro caso, hubieran seguido. El mejor ejemplo lo proporciona la medida, vigente en Suiza y Japón, que obligaba a los no residentes prestatarios de francos o yens a convertirlos inmediatamente a dólares u otras divisas. Se trataba, naturalmente, de evitar cualquier posible especulación a corto plazo aprovechando una disponibilidad de fondos prestados a medio o largo.

3.º *Doble mercado de cambios.*

Se considera como medida autónoma en virtud de su naturaleza peculiar, aunque, a los efectos convencionales de una clasificación, podría haberse incluido en el grupo primero —como medida operativa vía precios— o en el grupo segundo —como medida basada en controles administrativos—.

De un lado, en efecto, la sustancia del doble mercado radica en que las autoridades monetarias retiran su intervención frente a la oferta y demanda de divisas procedentes de ciertas transacciones de balanza de pagos. Cualquier desnivel entre la oferta y demanda se corregirá mediante ajustes espontáneos del tipo de cambio. Se trata de una flotación libre, limitada a un sector concreto del mercado de cambios. Los operadores interesados en efectuar una transacción cuyo cobro o pago deba discurrir a través del mercado «libre», recibirán o satisfarán la cantidad en moneda local que resulte de la cotización del momento; así, los países que

habían establecido el doble mercado, canalizaban a través del mercado «libre» las operaciones de capital, con objeto de frenar sus entrada mediante la gradual apreciación del tipo de cambio. Por su parte, las transacciones afectadas al mercado «oficial» tenían la seguridad —no absoluta, desde luego— de que el cambio de la divisa solo podría variar dentro de una banda conocida del 4,5 por 100, ya que las autoridades monetarias se comprometían a sostener la cotización tan pronto como se alcanzasen los cambios extremos.

Un doble mercado solo puede ser eficaz si todas las transacciones asignadas a uno de los dos mercados admiten una definición precisa, de modo que existan garantías no solo, por ejemplo, de que las divisas ofrecidas al mercado «oficial» proceden de exportaciones, sino además de que todas las divisas procedentes de exportaciones se ofrecen en ese mercado, sin que ocurran filtraciones hacia el «libre». El doble mercado exige, por tanto, un control de cambios capaz de asegurar que uno de los dos mercados absorbe sin filtraciones todas y solo las transacciones correspondientes (en estas condiciones, el otro mercado puede definirse residualmente). El problema de control será tanto más agudo cuanto más crezca el diferencial de cambios entre los dos mercados, esto es, cuanto mayor sea el premio de desviar (fraudulentamente) operaciones de uno a otro mercado.

Al finalizar el año 1972, Francia y Bélgica mantenían un sistema de doble mercado en el que las transacciones de mercancías (y algunas otras) iban al mercado «oficial», en tanto que las transacciones de capital (y algunas otras) iban, por eliminación, al mercado «libre». Por su parte, el Reino Unido y Holanda poseían un mercado «libre» de dimensiones reducidas para algunas transacciones muy específicas de capital: en el caso inglés, para las compras y ventas de títulos extranjeros por residentes, y en el caso holandés, para las compras y ventas de títulos holandeses efectuadas por no residentes. Estas dos últimas variantes poseían escasa importancia.

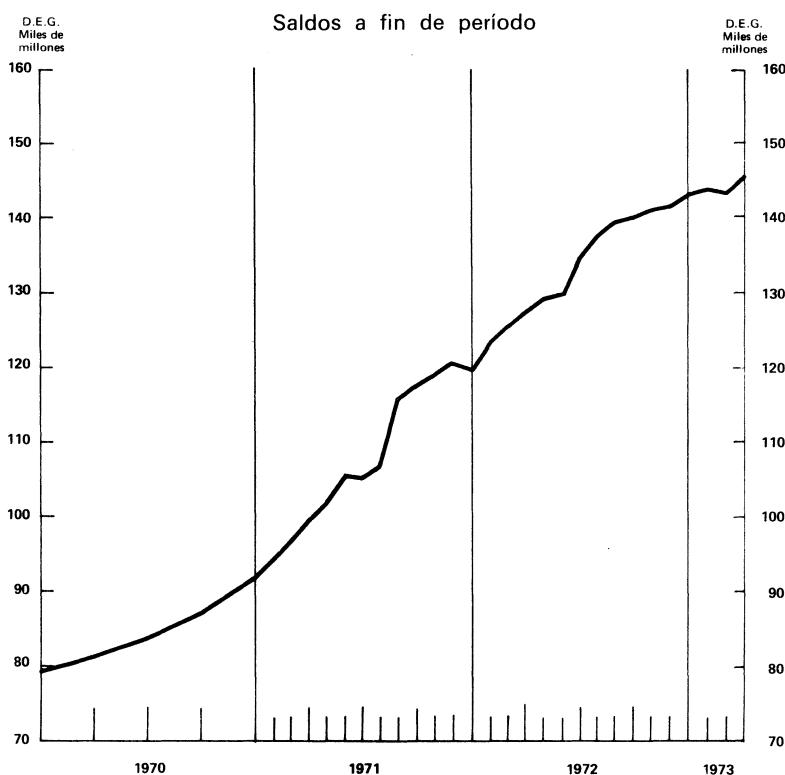
Sobre la eficacia de un doble mercado poco puede decirse en abstracto. Si el diferencial de cambios es pequeño, parece probable que cada uno de los dos mercados pueda canalizar correctamente todas y solas las transacciones que le correspondan —aunque también sería razonable preguntarse por la utilidad de todo el sistema de controles necesario para preservar el doble mercado y ese pequeño diferencial—. Un diferencial superior al 4 ó 5 por 100 hace imposible, a juicio de los prácticos belgas, impedir la interacción de los dos mercados y desmorona, por tanto, todo el mecanismo. La organización del fraude requiere tiempo, sin embargo, y por eso puede esperarse que un gran diferencial, provocado por una emergencia seria, no origine trastornos fundamentales si su duración no se prolonga.

El transcurso de pocas semanas de 1973 bastaría para probar la insuficiencia de tan complejo y abigarrado entramado de medidas, siempre en condiciones de multiplicarse, para proteger una moneda y una economía frente a oleadas especulativas en momentos de gran tensión. Tras la tranquilidad relativa con que había transcurrido el año 1972, especialmente en sus

últimos meses, persistía una situación de desequilibrio en los pagos internacionales que ningún conjunto de controles cambiarios y medidas análogas podía neutralizar.

GRAFICO I-5

Reservas oficiales mundiales



Los pasivos exteriores oficiales de los Estados Unidos, aumentaron en 10.300 millones de dólares durante 1972, lo cual suponía una notable mejora respecto del incremento de 29.800 millones registrado en 1971. Como consecuencia, la liquidez mundial, medida por el nivel de las reservas internacionales expresadas en Derechos Especiales de Giro (D. E. G.), registró un aumento menor en 1972 que en el año anterior. A pesar de ello, el aumento registrado de 23.000 millones de D. E. G. —que situó las reservas internacionales en unos 142.800 millones de D. E. G. al finalizar el año y que fue más acusado en el primero que en el segundo semestre puede considerarse muy fuerte. Como cabe observar en el cuadro I-10, dicho incremento se debió, casi en su totalidad, al avance en unos 20.400 millones de D. E. G. de las reservas mantenidas en forma de divisas convertibles. La creación de D. E. G. solo contribuyó al aumento de las reservas mundiales en unos 1.800 millones. El oro era, al finalizar el año, un activo de reserva muy peculiar, del que ningún Banco Central parecía dispuesto a desprenderse, al precio oficial,

mientras su precio en el mercado libre rondaba los 65 dólares por onza, a pesar del creciente volumen de informes y artículos que preconizaban su futura desmoneización.

CUADRO I-10

Evolución de las reservas internacionales

(Miles de millones de D. E. G.)

	Posición a 31 de diciembre de 1971	Incremento en 1972				Posición a 31 de diciembre de 1972
		I	II	III	IV	
Oro.....	36,1	— 0,6	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,1	35,9
Derechos especiales de giro.....	5,9	+ 2,9	— 0,4	+ 0,3	—	8,7
Posición de reservas en el F. M. I.	6,3	—	+ 0,1	— 0,3	+ 0,2	6,3
Divisas convertibles.....	71,5	+ 4,8	+ 7,6	+ 5,5	+ 2,5	91,9
TOTAL.....	119,8	+ 7,1	+ 7,5	+ 5,6	+ 2,8	142,8

FUENTE: IFS.

También el mercado de euromonedas registró un importante crecimiento durante 1972, a pesar de la relativa calma con que se desarrollaron sus operaciones, reflejada en el mantenimiento de los tipos de interés a niveles moderados —el tipo a tres meses no superó el 7 por 100 en ningún momento—. Las estimaciones realizadas hasta la fecha sitúan el volumen neto del mercado de euromonedas en unos 100.000 millones de dólares al finalizar 1972, con un incremento de unos 20.000 millones sobre el año anterior. Este crecimiento se situó más en la primera parte del año que en la segunda, y las restricciones impuestas por varios países europeos a los movimientos de capitales determinaron un mayor crecimiento de los depósitos en monedas distintas del dólar. Una de las principales causas del crecimiento del mercado continuó siendo, en 1972, la colocación de reservas oficiales por numerosos países, depósitos que quizás alcancen hasta el 25 por 100 del volumen total neto del mercado. El mercado presenció en 1972, por el lado de la oferta, la aparición del Japón como importante fuente de recursos financieros internacionales, y, por el lado de la demanda, el fuerte crecimiento de los créditos concedidos a países en vías de desarrollo, mientras las Empresas de Europa Occidental reducían sensiblemente su demanda de crédito en el mercado, sin duda como resultado de las restricciones nacionales impuestas a los movimientos de capitales.

II.3. Las crisis monetarias de febrero y marzo de 1973.

Cualquier incidente podía quebrar la calma engañosa con que se inició el año 1973 en el ámbito monetario. El escepticismo sobre la suficiencia de la devaluación del dólar para reequilibrar en un plazo razonable la balanza de pagos de los Estados Unidos no solo se había

extendido—especialmente, tras la flotación de la esterlina—, sino que parecía ser compartido por las propias autoridades americanas. La insistencia de éstas en la necesidad de flexibilizar el sistema monetario internacional a través de unos ajustes más rápidos y frecuentes de los cambios había de ser interpretada, a corto plazo, como expresión de su convicción sobre la necesidad de otorgar rápidamente un mayor margen de devaluación al dólar frente al conjunto de las monedas. No cabía esperar, por tanto, que, en caso de desencadenarse una nueva crisis contra el dólar, las autoridades americanas estuvieran dispuestas a defender la estructura de cambios centrales existente.

El incidente que vino a poner fin a la inestable tranquilidad de los mercados de cambios y a poner en movimiento fuerzas que habían de abrir, en pocos días, una nueva crisis monetaria internacional, tuvo por protagonista la lira italiana. El fuerte excedente por cuenta corriente de la balanza de pagos de Italia parecía excluir la conveniencia de una devaluación de la lira, y, sin embargo, ésta continuaba registrando una fuerte presión, generada por importantes salidas de capital. Para resolver este problema, las autoridades italianas anunciaron, el día 22 de enero, la introducción de un doble mercado para la lira, que implicaba la flotación (lógicamente, a la baja) de la lira «financiera» en el mercado «libre». La decisión italiana estimuló inmediatamente una afluencia masiva de dólares hacia Suiza, cuya moneda había venido experimentando presiones alcistas a lo largo del último trimestre del año. Las autoridades suizas respondieron anunciando la libre flotación de su moneda, lo cual determinó, a su vez, una entrada masiva de fondos especulativos en la mayor parte de las divisas europeas —especialmente, marcos— y en yens, en previsión de decisiones análogas. Tales monedas subieron rápidamente hasta su límite superior de intervención y, al ser el marco la moneda objeto de más intenso ataque, el Bundesbank hubo de absorber unos 6.000 millones de dólares en la primera semana de febrero, a pesar de la introducción de nuevos controles encaminados a obstaculizar la entrada de capitales. El día 9 de febrero se anunció el cierre de los mercados europeos y japonés para los días 12 y 13, ante la imposibilidad de contener la crisis con los medios disponibles. El oro, en el mercado libre, había alcanzado, para entonces, el precio de 69 dólares/onza.

Tras consultas de los Ministros de Hacienda europeos y del Secretario del Tesoro americano, éste anunció, el día 12, la devaluación formal del dólar en un 10 por 100 en términos de D. E. G. Canadá, Gran Bretaña, Irlanda e Italia mantendrían la flotación de sus monedas y Japón iniciaría la flotación de la suya. Los restantes países de la C. E. E. aceptaron la revaluación de sus paridades respecto del dólar en un 11,1 por 100 y, en los días siguientes, otros países —entre ellos, España— hicieron públicas sus decisiones respecto de la nueva estructura de paridades.

Aunque existía una convicción bastante generalizada de que la nueva estructura de paridades se adaptaba a las necesidades del equilibrio de los pagos internacionales e incluso de que tal vez infravaluaba el dólar con una perspectiva de un par de años, la amenaza de una nueva crisis continuó presente. Se hablaba de una posible flotación conjunta de las monedas de la

C. E. E. frente al dólar, y tanto el yen como el franco suizo continuaban apreciándose considerablemente respecto de la moneda americana. En los últimos días de febrero, el dólar había alcanzado su nuevo límite inferior de intervención en la mayoría de los mercados y tras un respiro de apenas dos semanas —durante las cuales una parte de los flujos especulativos invirtió su dirección, saliendo de Alemania aproximadamente 1.000 millones de dólares—, estalló una nueva crisis especulativa que afectó primero al franco suizo; después, al florín holandés, y finalmente, el 1 de marzo, al marco alemán. El ataque sobre el marco fue tan fuerte, que el Bundesbank hubo de absorber en un solo día 2.700 millones de dólares, cifra «record» de las pasadas crisis sobre una base diaria. En conjunto, durante los tres días que duró la nueva crisis se pusieron en movimiento unos 4.000 millones de dólares y la intensidad de las presiones decidió a los Bancos Centrales a cerrar de nuevo los mercados de cambios el día 1 de marzo. El precio del oro ya había alcanzado para entonces los 86 dólares/onza. Hasta el día 19 de marzo no volvieron a abrirse oficialmente y en el intervalo se celebraron una serie de reuniones de urgencia en París y Bruselas, a fin de restablecer la normalidad del sistema monetario.

La última crisis era el resultado de movimientos de capital puramente especulativos, que carecían totalmente de conexión con la posición básica de las balanzas de pagos de los países afectados. Por otra parte, dichas presiones especulativas no tuvieron su origen esta vez en el mercado de eurodólares, sino que parece que han de ser atribuidas, en buena medida, a variaciones masivas en la composición de reservas decididas por autoridades monetarias no europeas. Estas fueron las conclusiones a las que llegaron las autoridades de los principales países implicados en la nueva crisis y sobre las que basaron sus decisiones de 16 de marzo. El comunicado de esta fecha, publicado tras las reuniones de la C. E. E. y del Grupo de los Diez, en París, contenía los siguientes puntos esenciales:

- Seis de los países miembros de la C. E. E. (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda y Luxemburgo), a los que se unieron Noruega y Suecia, decidieron mantener entre sus monedas un margen máximo de 2,25 por 100, flotando, sin embargo, conjuntamente frente al dólar.
- En una decisión complementaria, Alemania revaluó el marco en un 3 por 100.
- Gran Bretaña, Italia e Irlanda dejan flotar libremente sus monedas fuera de la banda europea, prometiendo participar en la flotación conjunta de las demás monedas europeas tan pronto como les fuera posible.
- Canadá y Japón mantenían la flotación de sus monedas.
- Las autoridades monetarias se proponen intervenir individual y conjuntamente para controlar los movimientos especulativos de capitales.

El conjunto de los acuerdos que han permitido poner fin a las crisis del primer trimestre de este año — y que han reflejado una voluntad de cooperación mayor que la registrada en las lentas y tensas negociaciones de 1971— incorporan los siguientes rasgos básicos:

En primer lugar, una actitud mucho más favorable que en el pasado, respecto de la flexibilidad de los cambios. Se ha aceptado que la nueva devaluación del dólar era inevitable para asegurar la eliminación de los desequilibrios básicos en los pagos internacionales y para mantener una relativa tranquilidad en los mercados de cambios. A las nuevas paridades, el dólar está probablemente infravaluado con una perspectiva de un par de años; pero la flotación de las principales monedas frente al dólar asegura el movimiento de los cambios durante este período de reajuste con un menor riesgo de perturbaciones. No todo es satisfactorio en la nueva situación, pues difícilmente puede serlo un sistema de flotaciones sin supervisión internacional y al margen de las normas escritas que pretenden regular el sistema monetario internacional; pero la flexibilización de los cambios es, sin duda, una vía abierta hacia el futuro y la única que podía detener el avance del entramado de controles que amenazaban con acabar maniatando los mecanismos de los pagos mundiales.

En segundo lugar, las autoridades monetarias parecen convencidas de la necesidad de cooperar más estrechamente que en el pasado para mantener unos mercados de cambios ordenados mediante intervenciones ligadas a facilidades mutuas de financiación a corto plazo —con una ampliación de los «swaps» existentes— y para desalentar los movimientos desequilibradores de capital. Estados Unidos han manifestado que si bien están decididos a eliminar paulatinamente sus controles sobre las exportaciones de capital a largo plazo de aquí a finales de 1974, solo lo harán a medida que se vigorice la situación de sus cuentas exteriores y lo permitan las condiciones de los mercados de cambios. Por otra parte, los Estados Unidos parecen dispuestos a estudiar la eliminación de los obstáculos a las entradas de capital extranjero, en tanto que los países excedentarios se han comprometido a estudiar la eliminación o suavización de los controles que dificultan sus exportaciones de capital a largo plazo. Los países del Grupo de los Diez se han preocupado también del crecimiento y volatilidad de los flujos de capitales a través del mercado de Euromonedas y, además de reiterar su disposición (ya expresada en el pasado) para limitar y aún reducir las colocaciones de reservas oficiales en dicho mercado por sus Bancos Centrales, han decidido estudiar la conveniencia de introducir regulaciones que acerquen más dicho mercado a las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Finalmente, los acuerdos alcanzados para poner fin a las últimas crisis han permitido a la C. E. E. dar nuevo impulso a sus aspiraciones de cooperación y eventual unificación monetaria, a pesar de las limitaciones derivadas de la flotación de la libra y la lira. El estrechamiento de las bandas de fluctuación mutua de las monedas comunitarias al 2,25 por 100 se mantendrá mediante el mismo sistema de intervención mutua y mutuas facilidades de financiación a corto plazo acordado en marzo de 1972, articulado en el nuevo Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, inicialmente dotado con 1.400 millones de dólares y con sede provisional en Lu-

xemburgo. De todos modos, las perturbaciones monetarias y los nuevos ajustes de los cambios han planteado graves problemas a la política agrícola de la Comunidad, amenazada de otra parte por las reiteradas protestas americanas sobre su carácter altamente proteccionista y discriminatorio.

Resulta imposible predecir el grado de tranquilidad o intranquilidad que cabe esperar en los mercados de cambios durante los próximos meses o el plazo que deberá transcurrir hasta que las cuentas exteriores americanas mejoren sustancialmente su saldo. La nueva estructura básica de paridades parece adaptarse aproximadamente a las necesidades del equilibrio internacional. Pero los mercados continúan estando afectados por una notoria falta de confianza, que puede suscitar nuevas oleadas especulativas en cualquier momento, y los importantísimos volúmenes de monedas de reserva acumuladas por los países excedentarios exponen el sistema a graves perturbaciones, derivadas de decisiones de las autoridades monetarias sobre cambios en la composición de sus reservas.

El período de ajuste se acortaría sustancialmente y la confianza de los mercados se fortalecería, si las autoridades norteamericanas decidieran cooperar al proceso mediante un cierto endurecimiento de su política monetaria; pero no cabe ocultar las limitadas perspectivas en tal sentido, en vista de la actitud expansiva de las autoridades americanas y de los estrechos márgenes de actuación que permite una economía en un estadio muy avanzado de la fase de expansión, que tenderá, en cualquier caso, a entrar en un período de menor intensidad de la demanda global en 1974.

Desde mediados del mes de mayo, el dólar aún había de sufrir importantes embates especulativos, suscitados por los problemas de la política interna de los Estados Unidos (asunto Watergate) y el temor de que sus repercusiones llevaran a un período de pasividad en la política económica americana. También contribuyeron a ello las nuevas medidas anti-inflacionistas europeas, especialmente alemanas. El mercado del oro añadió un rasgo adicional de incertidumbre a la situación, al situarse la cotización del metal cerca de los 125 dólares/onza y acercarse así a la zona de precios en que incluso pueden entrar en explotación los yacimientos inframarginales. Más importantes resultan, sin embargo, para el desarrollo futuro de la situación monetaria internacional los síntomas de una apreciable mejora en las cuentas exteriores americanas (balanza comercial). Por lo demás, el grado de flexibilidad otorgado al sistema de la situación de flotación de las principales monedas respecto del dólar ha suavizado considerablemente el impacto de esta última oleada de perturbaciones.

III. LA PESETA Y LA CRISIS MONETARIA INTERNACIONAL

El mantenimiento de la paridad-oro de la peseta, acordado a raíz de los acuerdos de Washington del mes de diciembre, supuso una revaluación media ponderada de la peseta frente a las demás divisas de un 2 por 100, aproximadamente. La peseta mantuvo una posición de

excepcional firmeza a lo largo de 1972. El fuerte excedente registrado en la balanza de pagos española durante 1971 tenía bases más sólidas que las puramente cíclicas relacionadas con la debilidad de la demanda global; y así, cuando ésta entró en una fase de intensa recuperación en los últimos meses de dicho año, las cuentas exteriores españolas continuaron mostrando un notable vigor. La fuerte reactivación del nivel de actividad interior estimuló el ritmo de crecimiento de las importaciones y no dejó de afectar, si bien con moderación, a la tasa de expansión de las exportaciones. Mas aunque el déficit de la balanza de mercancías se acentuó considerablemente, pasando de 1.599 millones de dólares, en 1971, a 2.254 millones, en 1972, la favorable evolución de los saldos netos correspondientes a servicios y transferencias permitió acumular, a lo largo de 1972, un excedente de 664 millones de dólares en la balanza por cuenta corriente, frente al superávit de 856 millones registrado durante el año anterior. Por otra parte, el mayor ritmo de actividad y de inversión interior determinó una ampliación de la importación neta de capital a largo plazo, que alcanzó la cifra de 924 millones de dólares, en 1972, frente a 499 millones, en 1971. En consecuencia, la balanza de pagos básica española registró en 1972 un excedente de 1.588 millones de dólares, frente al superávit de 1.355 millones obtenido en el año anterior, resultado que adquiere plena significación cuando se tiene en cuenta que fue alcanzado en un período de fuerte recuperación, en que el producto nacional de la economía avanzó un 7,5 por 100 en términos reales.

El incremento de las reservas exteriores de España durante 1972 fue de 1.882 millones de dólares, con lo que el nivel de reservas se situaba en 5.006 millones de dólares al concluir el año. Si se compara el aumento de reservas con el excedente básico registrado durante el período y se tiene en cuenta las entradas normales de capital autónomo no especulativo, así como los errores y omisiones que acompañan a toda elaboración de la balanza de pagos, se llega a la conclusión de que el superávit básico es capaz de explicar sustancialmente el aumento de reservas y de que las entradas especulativas de capital hubieron de ser modestas durante el año. A estos resultados contribuyeron también, sin duda, la Orden Ministerial de 19 de octubre de 1971, que establecía el depósito obligatorio en el Banco de España de los incrementos de los depósitos e imposiciones a la vista o a plazo inferior a tres meses en cuentas de pesetas convertibles, por una cuantía del 100 por 100 de dichos incrementos, y la Orden Ministerial de 28 de julio de 1972, que extendió el sistema de depósitos obligatorios a los depósitos o imposiciones en pesetas convertibles a plazo igual o superior a tres meses, por un 50 por 100 de los incrementos registrados.

Después del acuerdo de Wáshington, y tras la decisión española de mantener el contenido oro de la peseta y aceptar la banda de fluctuación del 4,5 por 100, el cambio central resultante era de 64,47 pesetas por dólar. La intervención del Banco de España en el mercado de cambios se reanudó el día 23 de diciembre de 1971 con un tipo de cambio situado en el extremo más débil de la banda, previniendo la posibilidad de que los operadores realizasen beneficios abandonando sus posiciones en pesetas. Hubo, en efecto, salidas de fondos de alguna importancia, pero el mercado volvió muy pronto a ser oferente de dólares: la cifra neta de compras a la banca ascendió a más de 60 millones de dólares en enero y a casi 30 en febrero, revelando,

probablemente, más la fortaleza de la balanza básica que la influencia de capitales a corto atraídos —como en otros países europeos— por la diferencia de intereses con Estados Unidos (1).

Sin embargo, las demás divisas europeas fueron paulatinamente mejorando su cotización frente al dólar, lo que hizo pensar a muchos operadores que el Banco de España-I. E. M. E. admitiría también la apreciación de hecho de su tipo de intervención. Al unirse tales expectativas a la debilidad del dólar, el Banco de España-I. E. M. E. hubo de hacer frente a entradas apreciables de fondos durante los primeros días del mes de marzo. El Gobierno español aceptó, en consecuencia, la mejora del tipo de intervención, que se situó justamente en el cambio central de la peseta. La salida de fondos que siguió fue importante, pero el Banco de España-I. E. M. E. adquirió una cifra neta de unos 140 millones de dólares durante todo el mes.

Durante los meses siguientes, el Banco de España-I. E. M. E. continuó siendo comprador neto de dólares a la banca, pero sin acusar presiones especulativas. La situación cambió radicalmente entre mayo y junio, cuando las sospechas sobre el cambio de la libra esterlina provocaron desplazamientos de fondos desde esta divisa y desde el dólar. A finales del mes de mayo, el Banco de España-I. E. M. E. había adquirido a la banca cerca de 150 millones de dólares. Durante el mes de junio, la presión sobre la peseta fue intensa y obligó de nuevo a mejorar el cambio de intervención hasta situarlo prácticamente en el extremo más fuerte de la banda de la peseta. La influencia de la crisis de la libra esterlina sobre la peseta no fue, sin embargo, demasiado perturbadora. Los datos disponibles permiten suponer que la especulación sobre la peseta no debió de movilizar más allá de 125 millones de dólares. El resto de las compras efectuadas a la banca por el Banco de España-I. E. M. E. desde junio a agosto ascendió a unos 440 millones de dólares, cantidad que puede responder perfectamente a los elementos estacionales de nuestra balanza básica: en los mismos meses de 1970 (verano monetariamente tranquilo), las compras del Banco de España a la banca ascendieron a 390 millones de dólares.

Hasta diciembre de 1972, el mercado español de cambios participó de la calma general. El Banco de España-I. E. M. E. mantuvo su tipo de intervención inalterado desde primeros de julio efectuando compras de sostenimiento por cantidades aparentemente normales. No hay durante este período salidas de fondos, lo que tiende a confirmar la idea de que el mercado solo cedió el exceso de dólares provocado por las operaciones de balanza básica.

Los acontecimientos del mes de enero de 1973 rompieron esta calma aparente. Tan pronto como la inquietud se apoderó de los mercados, la peseta comenzó a registrar presiones que

(1) Adviértase que las compras mensuales de divisas por el Banco de España-I. E. M. E. no coinciden con las variaciones mensuales de las reservas exteriores, puesto que estas últimas incluyen las variaciones en la posición en divisas de la banca delegada. Además, las operaciones del Sector Público se realizan directamente por el Banco de España-I. E. M. E.

se tradujeron en la compra por el Banco de España-I. E. M. E. de 284 millones de dólares. Un examen de las cifras correspondientes a la balanza de caja permite advertir que la mayor parte del incremento anormal de entradas de divisas durante el mes hay que atribuirlo a una anticipación de los ingresos por exportaciones, reacción normal y no estrictamente especulativa de los exportadores ante la previsión de una nueva revaluación de la peseta respecto del dólar y otras monedas. Mas, junto a los anticipos de ingresos, también existía un componente especulativo que tendió a acentuarse en los primeros días de febrero.

Para combatir ese elemento especulativo, la Orden Ministerial de 6 de febrero de 1973 hizo más riguroso el sistema encaminado a combatir las entradas especulativas de fondos a través de las cuentas en pesetas convertibles, estableciendo el depósito obligatorio en el Banco de España del 100 por 100 de los incrementos que experimentasen cada una de las cuentas, individualmente consideradas, de todo tipo de depósitos o imposiciones en pesetas convertibles. El cómputo diario de dichos incrementos introducía un elemento adicional de rigor en la medida adoptada.

El mercado de cambios de Madrid se cerró, con los demás mercados europeos, el 9 de febrero para ser abierto de nuevo el día 20. Entretanto se produjo el nuevo realineamiento de paridades y el Gobierno, a la vista de las decisiones adoptadas por los demás países, anunció, el día 16 de febrero, el mantenimiento de la paridad-oro preexistente para la peseta, lo cual implicaba una revaluación media ponderada de la moneda española frente al conjunto de las demás divisas que cabe estimar en un 3 por 100, calculada sobre los cambios centrales.

La decisión del Gobierno español era consecuencia tanto del deseo de cooperar al restablecimiento del equilibrio de los pagos internacionales como de la consideración de los resultados y tendencias de las cuentas exteriores en el contexto general de la economía española.

La aceptación de una nueva devaluación del dólar parecía inevitable, si se deseaba conjurar los crecientes peligros derivados de una situación monetaria internacional altamente inestable, y España era, sin duda, un país excedentario, con un desequilibrio fundamental que, aunque no pueda ser considerado de duración indefinida, y aun cuando es susceptible de reducción mediante una deseable política de liberación de importaciones, tiene la cuantía suficiente y perspectivas de persistencia bastantes para justificar una contribución de España al ajuste cambiario internacional.

Por otra parte, el mantenimiento de un abultado superávit básico en las cuentas exteriores, no debe ser un objetivo de política económica en un país que ya ha acumulado un elevado volumen de reservas internacionales. El año 1972 se cerró, como ya se ha indicado antes, con un excedente exterior básico de 1.598 millones de dólares, a pesar de la intensa recuperación económica que situó el ritmo de crecimiento del producto nacional real en un 7,5 por 100; y para 1973 cabe prever un nuevo excedente básico, difícilmente situable por debajo de los 1.000 millones de dólares, a pesar de que el clima de fuerte expansión impulsará el avance del

producto nacional real a un ritmo anual no inferior al 7 por 100. El intento de defender el excedente exterior a través de una infravaloración de la peseta y de un empeoramiento de la relación real de intercambio en tales condiciones, con una economía sometida a excesos de liquidez continuamente alimentados por el superávit exterior y en un contexto internacional claramente orientado hacia una flexibilidad de los cambios mucho mayor que la existente en el pasado, hubiera sido, en verdad, poco razonable.

Es cierto que, como se argumentará en el capítulo siguiente, la favorable evolución del sector exterior está ofreciendo a la economía española posibilidades de acentuar su ritmo de crecimiento alejando el umbral de las tensiones inflacionistas mediante una política de mayor liberación de las importaciones y menor proteccionismo comercial. En el pasado, el sector exterior ha constituido la restricción más cercana al ritmo de expansión de la economía española en un doble sentido: primero, en el sentido más obvio, determinado por la pronta aparición de déficits exteriores, con la consiguiente pérdida de liquidez internacional, y segundo, en el sentido de que esos déficits aparecían, a pesar del elevado grado de proteccionismo comercial de la economía. Las favorables circunstancias actuales de la balanza de pagos ofrecen una ocasión excelente, y de repetición difícilmente previsible, para reducir el grado de proteccionismo comercial, con los consiguientes efectos beneficiosos sobre el ritmo de crecimiento alcanzable con un grado de inflación admisible, sobre la eficacia del aparato productivo y, en último término, sobre las posibilidades de expansión de las propias exportaciones. Ahora bien: ni la decisión de desarrollar una política reductora del proteccionismo comercial habría justificado la aceptación de una depreciación media de la peseta frente a las demás divisas en las condiciones existentes ni la moderada apreciación media de la peseta decidida por el Gobierno cierra el camino a aquella política, que continúa siendo plenamente posible en términos del margen que ofrecen las cuentas exteriores y altamente deseable dentro de la problemática actual de la economía española.

Todo realineamiento general de paridades tiene por objeto afectar a la orientación de las corrientes comerciales y de pagos internacionales, y toda revaluación media de una moneda implica unas condiciones más difíciles para sus exportaciones de bienes y servicios. Dados, sin embargo, la moderación de la revaluación decidida, el dinamismo que las exportaciones españolas vienen mostrando para entrar en nuevos mercados o desplazarse de unos a otros y la posición relativa de nuestros principales competidores tras el realineamiento de paridades, cabe esperar que la nueva revaluación de la peseta solo afecte marginalmente al ritmo de crecimiento de nuestras ventas de mercancías al exterior. En cuanto al turismo, la escasa elasticidad que muestra su demanda-precio induce a prever que la revaluación determinará incluso un incremento de los ingresos brutos de divisas a corto plazo y no afectará seriamente a la posición competitiva española a más largo plazo. El futuro de las exportaciones españolas de bienes y servicios dependerá, en último término, de la evolución de los precios y costes nacionales, en relación con los exteriores; y en este sentido, la revaluación ha de ejercer algún benéfico efecto moderador.

Las modificaciones cambiarias generan, en todo caso, efectos de redistribución de riqueza entre los creadores y deudores en moneda extranjera. Y el Gobierno estimó que las dos sucesivas revaluaciones de la peseta respecto al dólar imponían un peso excesivo sobre los grupos que habían tenido que asumir importantes posiciones acreedoras denominadas en dólares, como consecuencia del esfuerzo exportador de los últimos años. El Decreto-Ley de 19 de febrero introdujo, en consecuencia, un mecanismo de compensación a nivel nacional encaminado a corregir las consecuencias más perturbadoras de la revaluación de la peseta respecto del dólar en este sentido.

Abierto el mercado de cambios el día 20 de febrero, la peseta salió por el límite más débil de la banda correspondiente a su nuevo cambio central de 58,02 pesetas por dólar. Durante los dos primeros días de mercado se deshicieron posiciones en pesetas adoptadas en los días anteriores al cierre de las operaciones; pero el mercado pasó pronto a ser oferente de dólares y la peseta, afectada por la nueva oleada de intranquilidad, mejoró su cotización hasta situarse al nivel de su tipo de cambio central. El mes de febrero se cerró con unas compras netas de dólares por el Banco de España-I. E. M. E. que ascendían a 58 millones. El último día de dicho mes y el primero de marzo se registraron entradas relativamente importantes de divisas dentro del clima especulativo general, y el mismo día 1 de marzo volvió a cerrarse el mercado de cambios de Madrid con la generalidad de los mercados europeos.

Esta nueva crisis monetaria tenía características muy distintas de la que se había cerrado apenas quince días antes. La crisis iniciada durante los últimos días de enero e intensificada en la primera semana de febrero tenía como fondo real, por debajo de los movimientos especulativos, la convicción generalizada de que se hacía necesario un nuevo realineamiento de paridades —con una nueva devaluación del dólar—, para restablecer el equilibrio de los pagos internacionales. La crisis iniciada en los últimos días de febrero era, por el contrario, de carácter puramente especulativo y debía probablemente su origen ni siquiera a los movimientos de los operadores del mercado de Euromonedas, sino a decisiones de reestructuración masiva de reservas tomadas por autoridades monetarias no europeas. La nueva crisis se había producido, a pesar de la opinión general de que la nueva estructura de paridades era adecuada desde el punto de vista del equilibrio monetario y de que el dólar había quedado más bien infravaluado en una perspectiva a plazo medio.

En consecuencia, las autoridades monetarias españolas estimaron que en esta ocasión ningún tipo de decisión respecto de la peseta era necesario: el nuevo cambio central marcaba una banda de fluctuación dentro de la cual podía encontrar su equilibrio la divisa española, y la participación en flotación concertada de las monedas comunitarias sin ser miembros de la C. E. E. presentaba más inconvenientes que ventajas, por el momento.

Los días de cierre del mercado fueron aprovechados, sin embargo, para poner a punto un nuevo mecanismo relativo a las cuentas en pesetas convertibles. El hecho de ser éstas un cauce

típico de movimientos especulativos de capital había llevado al Gobierno, en el largo período de crisis iniciado en agosto de 1971, a adoptar sucesivas medidas encaminadas a desalentar la utilización especulativa de dichas cuentas. Tal era el sentido de las Ordenes Ministeriales de 19 de octubre de 1971, 28 de julio de 1972 y 6 de febrero de 1973, ya mencionadas. El sistema de emergencia establecido por la última Orden indicada era especialmente riguroso y administrativamente complejo y la persistencia de la intranquilidad en los mercados mundiales hacía aconsejable introducir unos mecanismos que, aunque concebidos como transitorios, fueran más flexibles y conservaran el útil sistema de las cuentas en pesetas convertibles, eliminando su utilización con fines especulativos sin necesidad de adoptar otras medidas (comisiones sobre nuevos depósitos, etc.) que hubieran perjudicado a quienes utilizan los depósitos en pesetas convertibles sin ánimo especulativo. El nuevo mecanismo establecido por Orden del Ministerio de Hacienda de 16 de marzo de 1973 distingue dos clases de cuentas: las Cuentas A, cuentas extranjeras en pesetas para pagos en España, y las Cuentas B, cuentas extranjeras en pesetas convertibles. Las Cuentas A podrán ser abonadas por el contravalor en pesetas de divisas convertibles cedidas en el mercado español de divisas, por importes procedentes de cuentas A o B y por intereses bancarios devengados por cuentas A, y solo podrán ser adeudadas para hacer pagos en pesetas a favor de personas jurídicas españolas o de personas físicas, españolas o extranjeras, con residencia habitual en España y para hacer traspasos a otras cuentas A. Las Cuentas B podrán ser abonadas por cobros de pesetas generadas en España que tengan derecho a la transferibilidad al exterior según las normas vigentes, por importes procedentes de otras cuentas B y por intereses devengados por las propias cuentas B, y podrán ser adeudadas por el contravalor en pesetas de divisas adquiridas en el mercado español de divisas por sus titulares, para hacer traspasos a otras cuentas A o B. Las cuentas en pesetas convertibles preexistentes pasarían a tener la consideración de cuentas B, aunque sus titulares tendrían el derecho a traspasar sus saldos a cuentas A. La nueva disposición establecía el depósito obligatorio en el Banco de España del 100 por 100 de los incrementos que experimentasen los depósitos e imposiciones en cuentas A y B, a cualquier plazo, y prohibía transitoriamente el pago de intereses sobre las cuentas de nueva apertura.

Al abrirse el mercado el día 20 de marzo, los cambios de intervención señalados por el Banco de España-I. E. M. E. fueron de 58,02-58,32 pesetas por dólar. Durante los primeros días se registraron realizaciones relativamente importantes de posiciones en pesetas; pero el mercado se calmó rápidamente para dejar paso a una posición oferente de dólares. El mes de marzo se cerró con unas compras netas de dólares por el Banco de España-I. E. M. E. cercanas a los 30 millones de dólares. En el mes de abril el mercado mostró una tónica de tranquilidad, con cesiones de dólares (119 millones) que reflejan la persistencia del excedente en la balanza de pagos básica. A mediados de mayo la peseta acusó la nueva oleada de especulación contra el dólar y de intranquilidad de los mercados. Entre el 16 y el 21 de mayo, la oferta neta de dólares aumentó en intensidad, reflejando probablemente anticipos de ingresos y retrasos de pagos, pues el nuevo sistema de pesetas convertibles parece estar probando su eficacia como instrumento para desalentar la especulación por dicha vía. La posterior debilidad del dólar no ha suscitado entradas especulativas de capital apreciables.

IV. LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.

Aunque existe una insatisfacción general con el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods y un deseo general de reestructurarlo sobre unas nuevas bases, la reforma del sistema está resultando una tarea lenta y compleja.

En la reunión anual del Fondo Monetario Internacional en Wáshington, en septiembre de 1972, el Consejo de Gobernadores acordó constituir un Comité —el denominado Grupo de los Veinte— encargado de estudiar las bases de la reforma del sistema y presentar un informe que pudiera ser examinado, en su caso, en la próxima reunión anual que el F. M. I. celebrará en Nairobi, en septiembre de 1973, y que trazará las líneas maestras de un nuevo convenio sobre la organización monetaria internacional. Tras la constitución del Comité, sus titulares, bajo la presidencia de Mr. Ali Wardahna, han celebrado una reunión, en tanto que el grupo de suplentes, bajo la presidencia de Mr. Jeremy Morse, ha celebrado cuatro, enlazadas por la preparación de un buen número de estudios e informes sobre los diversos puntos examinados. No puede decirse, sin embargo, que toda esta tarea haya hecho avanzar mucho, hasta ahora, el ámbito de acuerdo entre los participantes y parece más que difícil que de la reunión de Nairobi puedan salir unas bases convenidas para la reforma del sistema.

Existe un acuerdo general sobre la conveniencia de que, en el sistema reformado, el proceso de ajuste sea más flexible y rápido que en el sistema actual; la liquidación de saldos esté basada en la convertibilidad en activos primarios; las monedas de reserva vean reducido sustancialmente su papel; los Derechos Especiales de Giro (D. E. G.) se conviertan en el principal activo de reserva, y la liquidez global sea objeto de regularización internacional. Las dificultades y desavenencias se inician tan pronto como se pasa del plano de los principios generales al de la instrumentación concreta y detallada de los mismos.

Por otra parte, los trabajos del Grupo de los Veinte se han visto afectados por la evolución de la situación monetaria internacional, por las nuevas perturbaciones del pasado invierno y por las decisiones adoptadas por los principales países para superarlas. En la base de la crisis que arrastra el sistema están el persistente déficit de la balanza de pagos americana y la dificultad de llegar a un realineamiento de paridades que permitiese devaluar el dólar en la medida adecuada para restablecer el equilibrio. La nueva devaluación del dólar parece suficiente para lograr este objetivo, aunque el proceso de ajuste aún requerirá un plazo que será tanto más breve cuanto más dispuestas se muestren las autoridades americanas a introducir mayores dosis de restricción monetaria compatibles con una satisfactoria expansión de la economía. Además, el deseo de lograr una mayor flexibilidad de los cambios en un nuevo sistema basado en tipos de cambios fijos, pero ajustables con prontitud en caso de desequilibrio, se ha visto superado por la realidad de una flotación de las principales monedas frente al dólar, tras la crisis del mes de marzo. Es cierto que los sistemas de flotación sin supervisión internacional están erizados de peligros; pero no lo es menos el hecho de que el sistema ha ganado muchos grados de flexibilidad a través de los cambios —como se ha visto durante las perturbaciones

del mes de mayo—. El resultado de todo ello es que la situación monetaria internacional es hoy bastante más holgada que hace un año y que, por lo mismo, las presiones para lograr una urgente reforma del sistema han cedido un tanto. Esto no ha dejado de reflejarse en el clima de los estudios en curso.

No cabe minimizar, por otra parte, las dificultades políticas y técnicas que rodean a numerosos problemas planteados por la reestructuración del sistema monetario internacional sobre nuevas bases.

En un nuevo sistema basado en paridades fijas, pero ajustables, ¿cómo conseguir que los ajustes sean rápidos, es decir, cómo lograr que las autoridades nacionales adopten con prontitud medidas correctoras cuando sus cuentas exteriores están en desequilibrio? Las autoridades americanas han propuesto la adopción de un «indicador objetivo» —basado en las desviaciones de las reservas exteriores de cada país respecto de una norma— que funcionaría a modo de una señal de alerta generadora de la presunción de que el país correspondiente debe adoptar medidas correctoras —de ámbito interno o referidas al tipo de cambio— ante un desequilibrio exterior. La propuesta se presenta subrayando las ventajas de un sistema mecánico capaz de poner en marcha un examen de la situación del país, en el marco del F. M. I., que podría conducir a recomendar al país la adopción de medidas, a ejercer presiones, y eventualmente, si las recomendaciones no son atendidas, a adoptar un esquema de sanciones de intensidad creciente. Pero las debilidades de la propuesta derivan también de su carácter mecánico. Un «indicador objetivo» —o un conjunto de ellos— nunca podrá caracterizar inequívocamente la situación de una economía y nunca podrá sustituir a un diagnóstico de dicha situación en base a toda la información disponible. Y si se acepta esto, entonces la importancia del «indicador objetivo» resulta muy disminuida. Un sistema de exámenes periódicos de la situación de un conjunto de países en desequilibrio externo —seleccionados a través de «indicadores objetivos» y en base a otras informaciones adicionales—, con la formulación de recomendaciones, en su caso, podría contribuir, sin duda, a hacer más rápidos y flexibles los procesos de ajuste del sistema reformado. Más dudosa resulta la posibilidad de introducir un sistema de presiones y sanciones graduadas que los países afectados pueden resistirse a admitir. En último término, el sistema nunca podrá llegar más allá de donde alcance la voluntad de cooperación internacional.

También el paso a un sistema con convertibilidad en activos primarios, pérdida de importancia de las monedas de reserva, preminencia de los D. E. G. como activos de reserva y control internacional de la liquidez global está erizado de dificultades. La conversión de los incrementos en las tenencias de monedas de reserva por D. E. G. podría hacerse bien a través de un mecanismo multilateral —en el F. M. I.—, bien en forma bilateral entre el país con aumentos de reservas en monedas nacionales y el país o los países generadores de dichas monedas; y la conversión podría ser voluntaria o bien obligatoria para los incrementos que llevasen las tenencias de un país en monedas de reserva por encima de los saldos de las mismas que necesita mantener para atender a las transacciones normales. Si se desea que los países conserven

un cierto grado de libertad en la estructuración de sus reservas, entonces el sistema de conversión solo funcionará adecuadamente y los D. E. G. solo llegarán a ser, efectivamente, el activo de reserva básico del sistema, si se les otorga un atractivo relativo bastante para que las autoridades monetarias nacionales se interesen por mantenerlos como una pieza central en la composición de sus reservas. Y esto plantea el problema de dotar a los D. E. G. de un tipo de interés (variable) superior al que actualmente rinden (1,5 por 100) y de encontrar algún mecanismo que les permita conservar bien su valor en el tiempo, en relación con las monedas nacionales que aparecen como formas alternativas de mantener las reservas a los ojos de las autoridades monetarias. Lo que parece imposible es que los D. E. G. se conviertan en el activo básico de reserva, si no se les dota de un atractivo suficiente y se respeta a los países la libertad de estructurar sus reservas en los activos que prefieran.

En cualquier caso, el sistema reformado vivirá siempre bajo la amenaza de graves perturbaciones, si en un momento inicial no se reducen sustancialmente los fuertes saldos de reservas en moneda nacional acumuladas por los países excedentarios durante los últimos años. Aquí, aparte de una posible consolidación voluntaria de parte de los excesos de reservas a través de acuerdos bilaterales, se plantea la posibilidad de una parcial sustitución inicial de dichos saldos por D. E. G., abriéndose de nuevo las alternativas sobre si la operación habría de ser voluntaria o compulsiva, sobre una base multilateral o mediante acuerdos bilaterales, y suscitándose de nuevo el tema del atractivo relativo de los D. E. G. Parece muy difícil que el sistema reformado pueda funcionar de acuerdo con los principios generales enunciados, si los países miembros no aceptan algunas restricciones a la libertad de estructurar sus reservas y si no se resuelve el problema del atractivo relativo de los diversos activos disponibles.

Respecto del oro, la opinión dominante, aunque no unánime, favorece su desmonetización; pero existe un margen importante de desacuerdo sobre la forma en que debería realizarse tal desmonetización. De la misma forma, existen diferencias de actitud respecto de una posible regulación del mercado de Euromonedas y sobre el tema general de los controles de movimientos de capital.

Tras de cada problema hay intereses nacionales frecuentemente encontrados y cada sendero técnico conduce a un problema político. Los trabajos técnicos pueden esclarecer las alternativas coherentes y ayudar a delimitar las diferentes posiciones sustentadas en cada tema. Pero la reforma del sistema habrá de ser el fruto de unas negociaciones políticas cuya maduración aún puede exigir el transcurso de un período de tiempo bastante largo.

CAPÍTULO II

LA EVOLUCIÓN GENERAL DE LA ECONOMÍA

I. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 1972

En el otoño de 1971 se registró un cambio radical en la evolución de la coyuntura económica española. Sus causas hay que buscarlas en las condiciones creadas por las características del desarrollo en los últimos años y en el conjunto de medidas adoptadas por las autoridades económicas, que supusieron un estímulo eficaz y una manifestación sin equívocos de una política expansiva. Y así, la economía, alentada por nuevos impulsos, se adentró en un proceso de intensa recuperación, consolidada, después, en una fase expansiva que mantiene su vigor en los primeros meses de 1973. Este nuevo avance de la economía española se ha desplegado en unas condiciones inéditas, pues por primera vez en la historia reciente se registra una expansión que, lejos de estar limitada por la necesidad de conservar el equilibrio exterior, dispone, en los excedentes de la balanza de pagos, de unas posibilidades que alientan la continuación acelerada del desarrollo y pueden ayudar a resolver, convenientemente utilizadas, algunos de los problemas que la economía tiene planteados, a fin de conseguir un ritmo de crecimiento alto y sostenido con menores tensiones de precios que las actualmente existentes.

Según las estimaciones provisionales del I. N. E. (1), el crecimiento del P. N. B. en términos reales en 1972 fue de un 7,5 por 100. Esta tasa de expansión es paragonable a las alcanzadas en los mejores años de crecimiento de la economía española y contrasta con el crecimiento del 4,6 por 100 registrado en 1971. El avance por sectores productivos acentúa las diferencias entre los últimos dos años. Mientras la agricultura experimentó en 1971 la más fuerte tasa de expansión sectorial, en 1972 su crecimiento ha sido casi nulo; por el contrario, el sector industrial, que presentó en 1971 una tasa de crecimiento del 3,9 por 100, la más baja de los tres sectores, ha sido en 1972 el sector más dinámico, con una tasa de crecimiento del 10,7 por 100, que expresa tanto la recuperación de la industria en sentido estricto como la del sector de la construcción. El sector servicios, cuya actividad está en buena medida ligada a la coyuntura del sector industrial, refleja con las tasas alcanzadas en 1971 —4,9 por 100— y 1972 —7,7 por 100— la evolución general de la economía, tan diferente entre uno y otro año.

(1) El cuadro Macroeconómico para 1972 presentado provisionalmente por el I. N. E. habrá de ser revisado, aunque solo sea porque las tasas de crecimiento de las importaciones y exportaciones de la balanza de pagos, posteriormente publicada, no coinciden con las del cuadro. La coherencia interna del mismo en términos reales exigiría por este motivo, puesto que el saldo negativo de bienes y servicios es mayor según la balanza de pagos, modificaciones en los deflatores del sector exterior o bien una corrección a la baja de la producción o una revisión al alza de los componentes de la demanda.

Desde el punto de vista de la demanda, el año 1972 se caracterizó por el extraordinario dinamismo de la inversión, cuya tasa de crecimiento fue del 16 por 100 (— 1,4 por 100 en 1971), superando incluso a la tasa de las exportaciones —15 por 100—, las cuales han mantenido un buen ritmo de expansión, pese a la presión creciente que la demanda de origen interno fue ejerciendo sobre el aparato productivo. El consumo privado, que no actuó como un factor estimulante en la primera fase de la recuperación, fue acelerando su ritmo de expansión a medida que la economía mejoraba su nivel de actividad; su tasa de crecimiento para el conjunto del año 1972 fue de un 6,5 por 100, frente a un 3,4 por 100 en 1971.

CUADRO II-1

Cuadro Macroeconómico de 1972 (a)

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas 1971 (b)	Cifras absolutas 1972		Tasas de crecimiento en 1972		
		En pesetas 1971	En pesetas 1972	Real	Precios	Valores corrientes
P. N. B. a precios de mercado	2.541,1	2.731,7	2.950,2	7,5	8,0	16,1
Importaciones de bienes y servicios	410,4	492,5	517,1	20,0	5,0	26,0
RECURSOS=EMPLEOS	2.951,5	3.224,2	3.467,3	9,2	7,5	17,5
Consumo privado	1.707,4	1.818,3	1.972,0	6,5	8,4	15,5
Consumo público	285,9	298,7	323,0	4,5	8,1	13,0
F. B. C.	541,5	628,1	659,6	16,0	5,0	21,8
Exportaciones de bienes y servicios	416,6	479,1	512,7	15,0	7,0	23,0
Sector Primario	316,5	319,0	346,8	0,8	8,7	9,5
Sector Secundario	804,2	890,2	943,6	10,7	6,0	17,3
Sector Terciario	1.218,6	1.310,1	1.430,6	7,5	9,2	17,4
P. I. B. a coste de los factores	2.339,4	2.519,3	2.721,0	7,7	8,0	16,3

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Avance.

(b) Provisionales.

El problema en la inflación, que ya presentaba un cariz preocupante en 1971, siguió enturbiando el proceso de desarrollo en 1972. El crecimiento del deflactor del P. I. B. fue, en 1972, de un 8 por 100, lo que supone una aceleración con respecto al incremento del 7,3 por 100 en 1971. Esta aceleración fue sobre todo intensa en el sector agrario y en el sector industrial, cuyos deflatores implícitos pasaron, entre ambos años, de un 5,5 a un 8,7 por 100 y de un 4,5 a un 6 por 100, respectivamente. Estas tasas medias anuales de crecimiento de los precios ocultan, sin embargo, la estructura real de la dinámica alcista a lo largo de 1972, período en el que las aceleraciones más firmes y continuas tuvieron su origen en los precios de los pro-

ductos industriales y los servicios. La intensa recuperación de la demanda indujo importantes aumentos de costes —que también registraron incrementos autónomos de origen interno y exterior— y facilitó su repercusión sobre los precios, partiendo de una situación inicial caracterizada por expectativas inflacionistas consolidadas. Por otra parte, el intervencionismo excesivo y el alto grado de proteccionismo comercial siguieron dificultando la posibilidad de hacer compatible un ritmo rápido de crecimiento económico con una tasa moderada de avance de los precios. En los primeros meses de 1973, las tensiones inflacionistas continúan manifestándose con fuerza, especialmente en el coste de vida, sin que por el momento, dadas las condiciones de plena utilización de factores en que se desenvuelve la economía, sea posible prever una fácil mejoría en la situación. Las alzas de precios que ha registrado la economía en estos últimos tiempos siguen planteadas como un problema insoslayable cuya solución, a medida que se apalace, requerirá de medidas más drásticas.

De nuevo hay que destacar, dentro de la evolución de la economía, los saldos resultantes de la balanza de pagos. El crecimiento interno de las importaciones que acompañó la recuperación de la actividad acentuó el déficit comercial, deterioro que fue casi compensado por la mejoría en los saldos de la balanza de servicios y las transferencias. La balanza corriente volvió, pues, a presentar en 1972 un fuerte saldo excedentario de 612 millones de D. E. G., lo que representa en 1,5 por 100 del P. N. B. en ese año. Las entradas de capital a largo plazo fueron muy importantes, por lo que la balanza básica arrojó un superávit «record» de 1.457 millones de D. E. G. Si se tienen en cuenta los niveles alcanzados por las reservas y las previsiones que cabe hacer sobre la balanza de pagos, las autoridades económicas tienen, a la hora de programar el desarrollo, tanto en un sentido cuantitativo como en el de introducir cambios cualitativos, unos márgenes de actuación inestimables en el sector exterior.

I.1. Producción.

En una año de intensa expansión productiva, los modestos resultados alcanzados en la agricultura hicieron que la tasa global de crecimiento del P. N. en términos reales no reflejara el auge industrial en toda su intensidad. Recuérdese que en 1971, por el contrario, el avance productivo de la agricultura impidió que la tasa global de crecimiento del P. N. B. real reflejase plenamente los deficientes resultados de la industria.

Agricultura.

Los avances del I. N. E. sobre el crecimiento de las principales magnitudes macroeconómicas en 1972 señalan, para el sector primario (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), una tasa real de crecimiento del 0,8 por 100 y un incremento de los precios del 8,5 por 100. Tras

un año de relativa expansión como fue 1971, en 1972 el sector primario permaneció, pues, al margen de la fuerte recuperación de la actividad que el resto de la economía estaba registrando. Ya que la agricultura representa el 92 por 100 del sector primario, y ante las adversas condiciones climáticas de 1972, que determinaron los malos resultados de la producción agrícola, resulta más interesante observar si la agricultura ha dado, durante el año, pasos importantes en el camino hacia una estructura más moderna y hacia esquemas productivos más acordes con la evolución de la demanda.

Desde esta perspectiva, el año 1972 presentó aspectos positivos y aspectos menos favorables. Entre los positivos destaca la persistencia en el descenso de la participación agrícola en la población activa total, compatible con una tendencia al aumento de la producción del sector —es decir, la persistencia en la absorción del paro encubierto en la agricultura—. (Véase cuadro II-2.) Por otra parte, el paro estimado agrícola descendió fuertemente a lo largo

del año. Este descenso de la participación agrícola en el total de la población activa no impidió que el rendimiento mejorase en muchos cultivos, lo que no siempre se tradujo en incrementos de la producción, por reducciones de las superficies sembradas o la existencia de contingentes. En 1972 permaneció la contingentación del trigo y se añadió la de remolacha azucarera. En ambos casos disminuyeron las superficies sembradas, de acuerdo con la política seguida, consistente en mantener las rentas agrícolas mediante elevaciones de precios de esos productos, evitando que aumentasen las superficies sembradas. (Véase cuadro II-3.) Disminuyeron también las superficies dedicadas a otros cereales, leguminosas y patatas, mientras que aumentaron las dedicadas a plantas industriales, oleaginosas y hortalizas. La no modificación de precios de algunos de los productos excedentarios (por ejemplo, arroz) produjo una cierta evolución satisfactoria de la estructura de los

CUADRO II-2
Sector Primario
Participación en el P. I. B. y en la población activa
Porcentajes

Años	Participación del sector primario en el P. I. B. total, en pesetas corrientes	Participación de la población del sector primario en la población activa total
1964	18,4	34,9
1965	18,0	33,2
1966	17,6	32,3
1967	16,1	31,7
1968	16,2	31,2
1969	14,7	30,2
1970	13,5	29,1
1971 (a)	13,5	28,1
1972 (b)	12,7	27,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Provisional.
(b) Avance.

cultivos. Las autoridades, para estimular el incremento de las producciones deficitarias, especialmente la de la carne, siguieron el camino de elevar sus precios o bien de subvencionar la producción. En 1972 se aumentaron los precios de intervención del ganado bovino y porcino y las primas para la producción de carne ovino y bovino, se concedieron créditos a las explotaciones ganaderas y subvenciones a las materias que son base de alimentación del ganado, especialmente a las semillas oleaginosas y plantas forrajeras. En resumen, puede

observarse una orientación ligeramente favorable hacia una mayor adecuación de la estructura de la oferta a la estructura de la demanda.

Entre los aspectos menos favorables cabe citar, en primer lugar, el descenso en las producciones de algunos bienes cuya demanda ha venido incrementándose en los últimos años, sin acabar de encontrar una solución en la oferta interior, como sucede en los casos de la carne y el maíz (la superficie cultivada de este último ha disminuido en 1972, por lo que el deficiente resultado del año no es totalmente imputable al bajo rendimiento). Por otra parte, persiste la tendencia alcista de los precios agrícolas, con su repercusión sobre el coste de la vida. El componente alimenticio del coste de vida creció durante 1972 menos que el resto de sus componentes, en contraste con lo ocurrido en 1971; no obstante, tras el aumento de un 12,6 por 100 del índice alimenticio en 1971, éste ha crecido un 6,6 por 100 en 1972. El aumento de las importaciones de alimentos, especialmente carne, durante el año, en un intento de manejar la oferta de modo más flexible y de utilizar las ventajas que la favorable evolución del sector exterior proporciona, ha evitado unas alzas de precios más agudas en un año de reactivación de la demanda de consumo.

Existen indicadores objetivos que señalan una lenta transformación del sector agrícola hacia unas estructuras productivas más modernas; sin embargo, aún se está lejos de alcanzar una estructura correspondiente al estadio actual de desarrollo alcanzado por el conjunto de la economía española. Como ejemplo de esto cabe señalar la lentísima modificación en los porcentajes, que indican la excesivamente baja participación de la ganadería en el valor de la producción agraria o el bajo porcentaje que sobre el valor de la producción agraria representan los consumos intermedios procedentes de otros sectores.

CUADRO II-3
Principales producciones agrarias (a)

Porcentajes

	Tasas de incremento	
	1971-72 1969-70	1972-73 1971-72
Cereales		
Trigo	34,3	— 16,4
Cebada	54,5	— 8,9
Maíz	12,9	— 6,7
Arroz	— 2,6	— 11,6
Leguminosas		
Garbanzos	15,7	10,3
Judías	— 8,6	19,4
Habas	— 5,2	— 20,0
Patatas		
Extratempрана y temprana	— 12,3	6,0
Resto	— 11,8	7,5
Aceite de oliva	— 9,5	27,2
Plantas industriales		
Aldogón	— 18,1	17,4
Remolacha azucarera	14,4	— 15,9
Hortalizas		
Tomate	4,1	7,1
Cebolla	— 0,1	30,1
Pimiento	— 3,5	1,4
Frutas		
Naranja	9,1	14,5
Manzana	27,7	21,7
Almendra	3,8	31,7
Plátano	1,2	— 11,7
Pera	65,7	0,7
Vino nuevo	— 1,2	10,3

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

- (a) Los incrementos se refieren a producciones físicas. Se han recogido las producciones de mayor peso dentro de la agricultura.
- (1) Para más detalle, véase el Apéndice Estadístico, cuadro número 11.

Industria y construcción.

De los tres sectores productivos de la economía, el industrial fue el que experimentó la más alta tasa de crecimiento en 1972, suponiendo su expansión aproximadamente el 60 por 100 del aumento registrado por el P. N. B. Dentro de esa línea de notable crecimiento, la industria propiamente dicha creció a una tasa del 11,2 por 100 y la construcción, en un 8 por 100; el total del sector creció, según las primeras estimaciones, en un 10,7 por 100, tasa equiparable a la conseguida en 1969, año de expansión fuerte, y muy superior a la de los años 1970 y 1971, en los que la industria, y especialmente la construcción, se vieron seriamente afectadas por la recesión de la economía. A pesar de la similitud del comportamiento de la industria en sentido estricto y de la construcción cuando se comparan las cifras anuales, el perfil de la evolución de estos sectores a lo largo del año no coincide totalmente, pudiéndose afirmar que la recuperación industrial precedió a la recuperación del sector de la construcción y que la producción industrial estuvo sometida a oscilaciones,

mientras que la construcción fue consolidando paulatinamente su posición a medida que transcurrían los meses. Al iniciarse 1973, ambos subsectores registran de manera uniforme una aceleración sobre el alto nivel de actividad que habían alcanzado en 1972. El deflactor de precios del sector secundario registró un avance del 6 por 100 en 1972, superior a su incremento en 1971 (4,5 por 100). El crecimiento fue más acusado en la industria propiamente dicha que en la construcción y las tensiones de precios se han acentuado bajo las presiones suscitadas por la nueva aceleración del nivel de actividad iniciada en los últimos meses de 1972.

CUADRO II-4

Sector secundario

Tasas anuales de crecimiento (a)

Porcentajes

Años	Total industria	Construcción	Resto de la industria
1966	9,3	6,8	9,7
1967	4,5	5,1	4,3
1968	6,0	6,8	5,8
1969	11,4	10,2	11,6
1970	6,5	2,9	7,0
1971 (b) . . .	3,9	— 1,0	4,7
1972 (c) . . .	10,7	8,0	11,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas reales.

(b) Provisional.

(c) Avance.

Industria, excluida la construcción.

El comportamiento de la industria a partir de su recuperación definitiva en los meses finales de 1971 muestra un perfil muy claro a la luz de los diversos indicadores. Durante aquel año, la producción industrial se había caracterizado por una evolución bastante irregular, habiéndose alcanzado cotas en los meses de mayo-julio que posteriormente experimentaron un retroceso incluso en niveles absolutos. En los últimos meses de 1971 tuvo lugar una recuperación rápida, alcanzándose cada mes niveles de producción más altos. Este proceso de recupera-

ción lo recogen todos los indicadores: producción industrial, consumo de energía eléctrica, nivel de empleo en la industria, etc., y tuvo sus causas inmediatas, como se analizará en el apartado de la evolución de la demanda, en el resurgimiento de la inversión y el persistente dinamismo de las exportaciones. En este sentido hay que hacer notar que la expansión de la economía española es paralela a la registrada en los más importantes países europeos, aunque la ha precedido aproximadamente en un semestre.

Una vez iniciado 1972, con una aceleración tan notable de la producción (la tasa anual de crecimiento pasó de un 7,3 por 100 en el mes de noviembre de 1971, a un 30,4 por 100 en el mes de febrero de 1972, la expansión continuó a lo largo del primero y segundo trimestres, lo que llevó a un descenso ininterrumpido del paro a partir del mes de marzo. En la segunda mitad de 1972, la actividad industrial se desenvolvió con mayor irregularidad. En el tercer trimestre, las tasas de crecimiento del índice de producción industrial se desaceleraron agudamente, las previsiones de la producción, según las opiniones de los empresarios, se estabilizaron en los niveles alcanzados, se moderó la tasa de empleo industrial y disminuyó ligeramente el consumo de energía eléctrica, por todo lo cual puede hablarse de una pausa en la expansión en la primera parte del segundo semestre de 1972. Al finalizar el año, y en los primeros meses de 1973, se ha registrado, sin embargo, una nueva aceleración de la actividad, parecida a la que ocurrió un año antes. Pero ahora los niveles de producción de que se parte son mucho más elevados, la capacidad industrial está a niveles muy altos de utilización, parecen estarse produciendo ciertas dificultades en las disponibilidades de mano de obra y materias primas y, en general, el sector opera con mayores tensiones, que se están traduciendo en alzas de precios más acusadas.

CUADRO II-5

Evolución de la actividad industrial

Tasas de crecimiento intertrimestral (a)

Porcentajes

	1971		1972				1973
	III	IV	I	II	III	IV	I
Producción industrial	19,6	5,7	31,4	16,5	6,4	23,3	24,3 (b)
Consumo energía eléctrica	0,5	9,2	29,7	2,9	— 1,8	20,7	28,0
Disponibilidades acero (c)	— 4,1	60,5	116,8	— 58,8	49,3	75,3	...

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Unión de Empresas y Entidades Siderúrgicas.

(a) Trimestre sobre trimestre anterior, elevado a tasa anual.

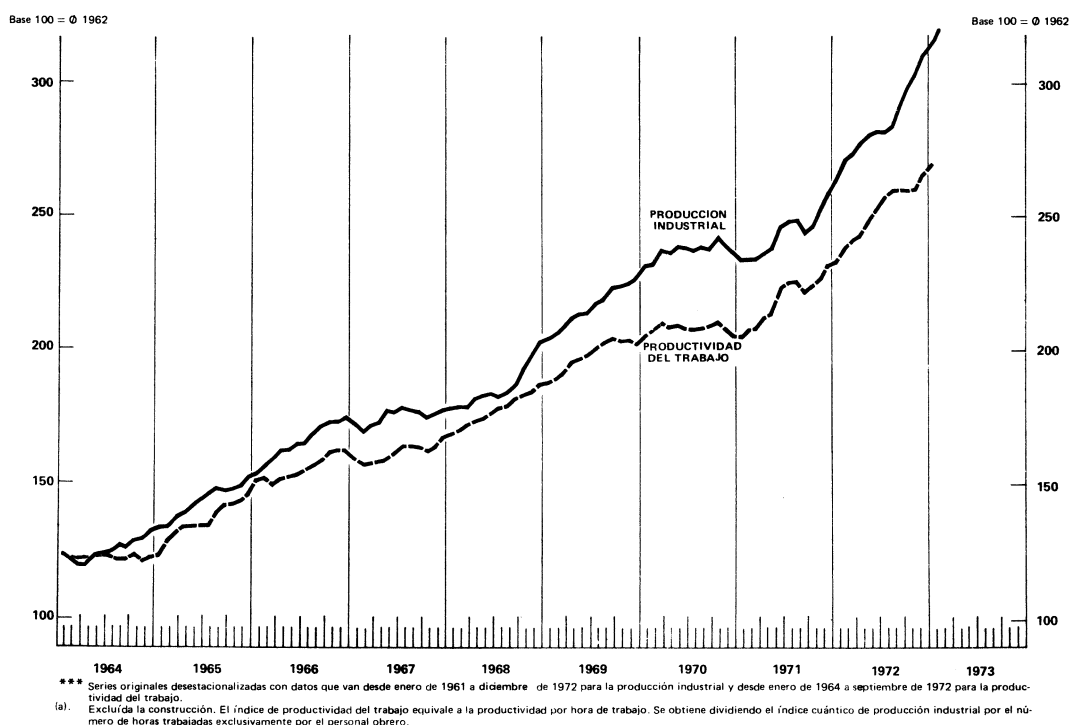
(b) Media de enero y febrero.

(c) Producción interna, más importaciones menos exportaciones.

GRAFICO II-1

Indices de producción industrial y productividad del trabajo (a) ***

Medias móviles trimestrales



CUADRO II-6

Sector Industrial: Población activa y productividad

Tasas anuales de incremento

Porcentajes

	Población activa	Productividad (a)
1966	2,4	14,4
1967	1,3	3,9
1968	1,5	10,2
1969	2,3	11,5
1970	2,0	5,2
1971	1,9	5,2
1972 (b) ...	0,9	14,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, Servicio Sindical de Estadística.

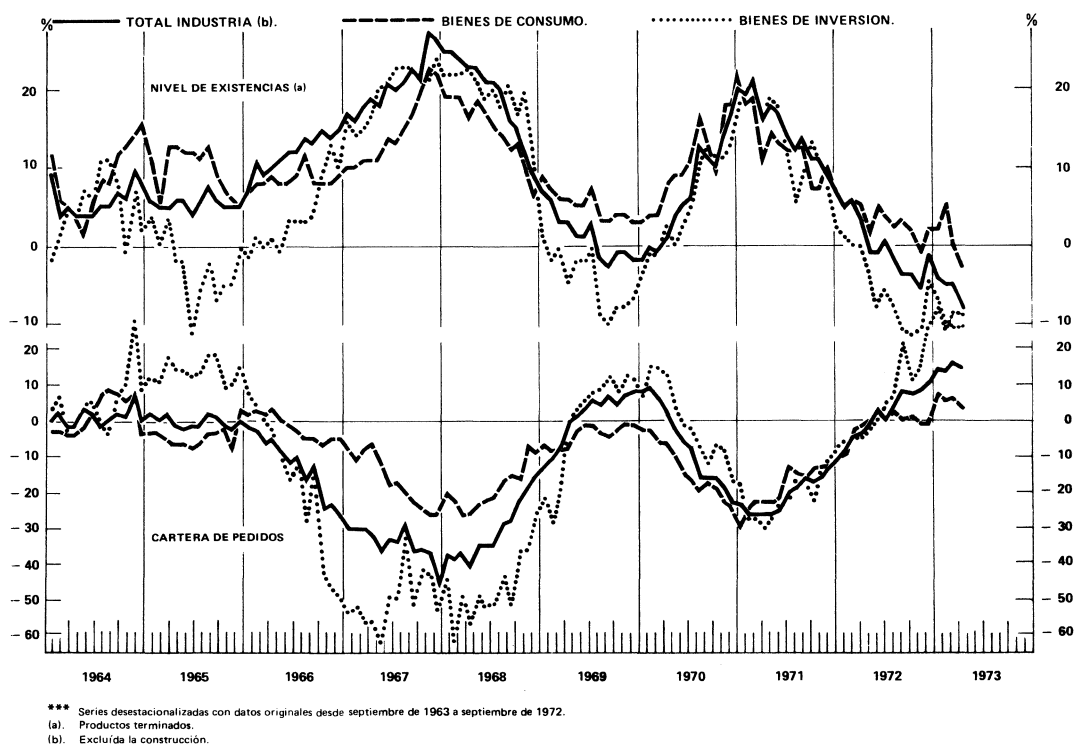
(a) Tasa de crecimiento del índice medio de cada año.

(b) Provisional.

El retraso con que la disminución del paro siguió al aumento de la producción supuso una utilización más eficaz de la mano de obra empleada; los márgenes de capacidad no utilizada al iniciarse la recuperación y el crecimiento de la producción tuvieron el efecto de aumentar agudamente la productividad por persona empleada desde los primeros momentos del cambio de coyuntura. La información estadística para evaluar las mejoras de productividad es bastante deficiente; no obstante, los datos disponibles y la que puede considerarse evolución lógica de las variables de producción y actividad en la fase expansiva del ciclo ponen de manifiesto que las ganancias de productividad han sido muy elevadas en 1972, año en el que la tasa de crecimiento de la población activa industrial ha sido inferior a la tasa de 1971, a pesar de ser dos períodos de características tan distintas desde el punto de vista coyuntural. (Véase cuadro II-6.)

Encuesta de opiniones empresariales ***

Porcentajes netos



En cuanto a la evolución de las diferentes ramas industriales de actividad en 1972, destaca el crecimiento de aquellos subsectores destinados a la producción de bienes de inversión y, sobre todo, la rama correspondiente a equipo de transporte. Dentro del consumo, fueron muy expansivas las industrias destinadas a la obtención de bienes de consumo duradero y material de transporte. En la industria intermedia crecieron muy intensamente el sector de metalurgia de base (la producción de acero aumentó un 23 por 100 sobre la de 1971), petróleo e industrias químicas, así como las industrias dedicadas a la fabricación de materiales de construcción. Puede decirse que crecieron principalmente aquellos sectores destinados a la fabricación de artículos manufacturados, de obtención más compleja desde un punto de vista tecnológico y con carácter superior, según el criterio de la elasticidad-
 renta de la demanda de consumo.

Índice de producción industrial por ramas de actividad

Tasas anuales de crecimiento (a)

Porcentajes

	1970/1969	1971/1970	1972/1971
Industria (sin construcción)	8,4	4,0	17,1
Extractivas	— 3,2	3,4	2,3
Electricidad, agua y gas	8,3	10,2	9,8
Manufactureras	8,8	3,3	18,3
Alimentación, bebidas y tabaco	7,8	6,8	4,4
Textiles, excepto vestido	4,1	0,9	4,3
Vestido y calzado	— 2,3	1,6	12,6
Metálicas básicas	12,1	— 1,0	28,4
Transformados metálicos	8,8	1,0	24,3
Químicas	4,7	9,2	26,4
Otras manufactureras	14,3	5,2	16,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) De la media anual del índice de producción industrial.

Construcción.

El aspecto más positivo de la intervención del sector público, desde el punto de vista de la coyuntura en el último año y medio, ha sido el impulso dado al sector de la construcción por una política más activa de contratación pública. El crecimiento estimado para el sector en su conjunto, de un 8 por 100 en términos reales en 1972, es el resultado de comportamientos muy dispares en cada uno de los subsectores que comprende. La tasa de expansión registrada se debe casi exclusivamente al crecimiento experimentado por las obras públicas, ya que la construcción de viviendas, tanto las de protección oficial como las de construcción libre, no lograron a lo largo del año una recuperación clara definida, y la construcción industrial, aunque más firme, tampoco mostró señales de haber conseguido una recuperación plena. Así, pues, la política pública ha sido decisiva para sacar a la construcción de su debilidad de los últimos años, lo que debe interpretarse positivamente tanto para sus efectos coyunturales como por las mejoras que supone en la infraestructura del país. Como datos que merecen destacarse cabe mencionar el crecimiento en un 20,5 por 100 de la contratación pública en 1972, con relación a 1971, y el crecimiento en un 14,4 por 100 tanto de la producción como del consumo de cemento.

Como ya se ha indicado, la construcción fue consolidando su actividad a medida que transcurría el año: no obstante, su expansión tuvo diferente intensidad a lo largo del mismo. En la primera parte del año fue espectacular el crecimiento de las obras públicas, con un efecto indudable sobre una serie de actividades. La industria de materiales de construcción se acomodó a las necesidades de esta expansión, al tiempo que se registraron aumentos muy fuertes en la compra de maquinaria. En esta primera fase fue algo irregular la actuación del subsector vivienda, puesto que las viviendas de protección oficial persistieron en el descenso de

los últimos años, a la vez que los niveles de contratación permanecían muy por debajo de los niveles del resto de la construcción. Conviene aquí mencionar lo difícil que resulta interpretar la coyuntura del sector vivienda por la falta de información que existe acerca de las viviendas libres, que suponen alrededor del 50 por 100 de las viviendas construidas y de las que solo se tienen cifras a nivel anual. En la segunda mitad del año, el crecimiento experimentado por el sector fue menor, aunque la duración de la expansión ya permitió alejar dudas acerca de la solidez de la recuperación emprendida; al mismo tiempo, aunque la actividad moderase su expansión en los meses de verano, se estaban produciendo aumentos muy fuertes de la contratación que garantizaban la continuación de la marcha favorable del sector. Así, la contratación pública aumentó en la segunda mitad del año en un 73 por 100 sobre la correspondiente al primer semestre, aumento éste que se registró también intensamente en el sector privado. Aparecieron además síntomas positivos en el sector de la vivienda, los cuales se han confirmado posteriormente. El aumento de la contratación, perfectamente recogido por las encuestas de opiniones empresariales, se ha manifestado durante los últimos meses en fuertes aumentos en los niveles de obra ejecutada y en una alta demanda de materiales de construcción en el primer trimestre de 1973. La recuperación de la construcción, localizada en un principio en las obras públicas, resultado de una política estimulante, se ha extendido después a los otros sectores, en buena medida como consecuencia de los efectos de la recuperación general de la economía e impulsando, a su vez, muchas de las actividades conexas a la construcción.

CUADRO II-8

Indicadores de Construcción

Medias trimestrales

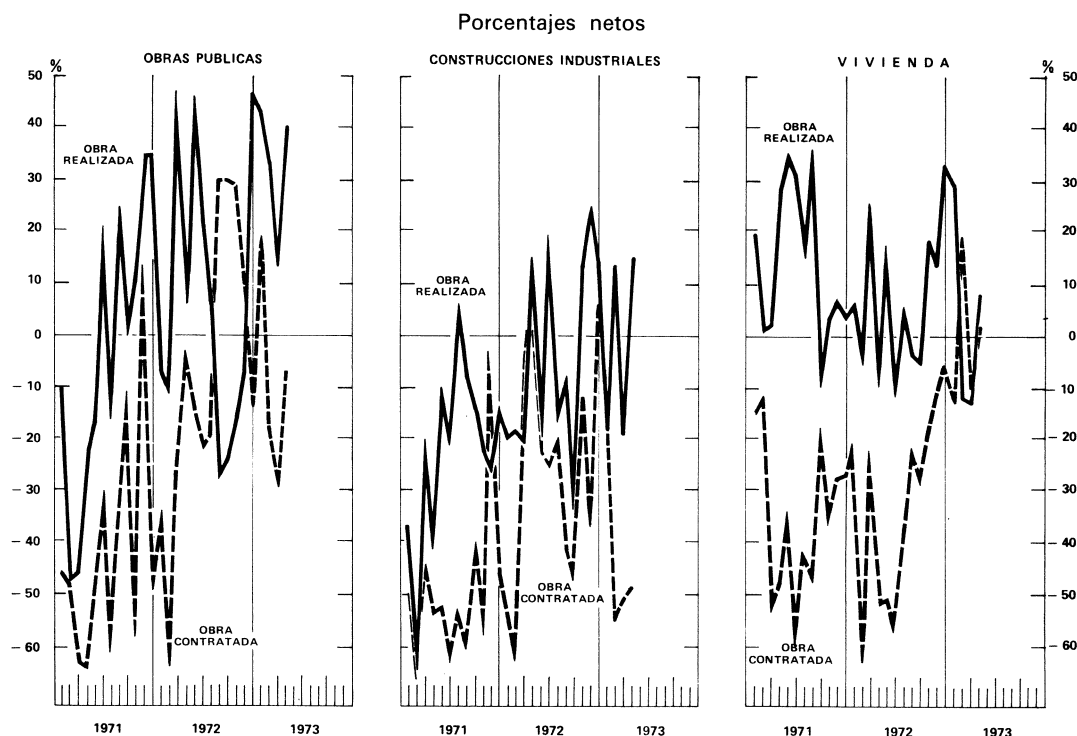
	1971		1972				1973
	III	IV	I	II	III	IV	I
Contratación pública. Obra licitada. Miles de millones de pesetas . . .	32,3	25,4	17,5	22,0	34,9	33,3	...
Consumo aparente de cemento (a). Miles de toneladas	1.387,7	1.406,3	1.487,7	1.554,3	1.597,7	1.605,3	...
Viviendas de protección oficial en construcción. Miles de unidades. .	411,9	410,5	415,4	412,2	408,5	401,8	409,2
Paro estimado. Miles de personas. .	81,7	82,4	79,9	77,3	73,4	62,6	55,8

FUENTE: Grupo de empresas constructoras de ámbito nacional (SEOPAN), Instituto Nacional de Estadística.

(a) Producción interna, más importaciones menos exportaciones.

Fue muy notable el aumento registrado en la población activa del sector (2,9 por 100), a la vez que el paro estimado en el mismo descendió de forma ininterrumpida durante el año, siendo el cuarto trimestre el que señaló la mayor tasa de descenso. En 1972, el sector de la construcción significó el 5 por 100 del valor añadido bruto interior y su población activa, el 8,8 por 100 del total nacional. Aunque no haya, hasta el momento, datos macroeconómicos detallados sobre 1972, es seguro que la participación de las viviendas dentro de la construc-

Encuesta de opiniones empresariales: Construcción (desglose)



CUADRO II-9

Construcción

Principales magnitudes macroeconómicas

Porcentajes

	Participación de la construcción en el producto interior bruto (a)	Participación de la construcción de viviendas dentro de la construcción (b)
1965	5,4	42,7
1966	5,2	39,5
1967	5,2	33,7
1968	5,2	35,1
1969	5,5	35,3
1970	5,4	33,7
1971	5,1	32,0
1972	5,0	...

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Como porcentaje del valor añadido.

(b) Como porcentaje de la demanda final.

ción total debió disminuir aún más en dicho año. Esta participación, que en 1965 era del 43 por 100, había quedado reducida en 1971 al 32 por 100, con lo cual la participación de la vivienda dentro de la formación bruta de capital fijo debió de ser, en 1972, inferior al 15 por 100, porcentaje éste excesivamente bajo, sobre todo en relación con la que parece que debe ser su cifra normal y con los niveles alcanzados en la primera mitad de los años 60. Sería, pues, muy conveniente, si se tiene en cuenta que el país no ha alcanzado plenamente el volumen deseado de viviendas, que la inversión en edificios pasara a alcanzar niveles más elevados en los años sucesivos y que la marcha de la construcción no dependiese tanto del comportamiento de las obras públicas, sino que tuviese una autonomía propia.

Servicios.

Dentro de la tónica general de expansión que presentó la economía en 1972, el sector servicios mostró un comportamiento coherente con la marcha seguida en años anteriores. En efecto, su tasa de crecimiento real mostró un valor intermedio entre las alcanzadas por los sectores primario e industrial (7,5 por 100), el crecimiento de los precios del sector estuvo por encima de la media del P. I. B. (9,2 por 100, frente al 8 por 100 del P. I. B.) y volvieron a mostrarse muy dinámicas las ramas de actividad que desde hace algunos años vienen avanzando por encima de la media del sector: transportes y comunicaciones, hostelería y similares. Junto a estos elementos, cabe destacar, una vez más, el fuerte crecimiento de la población activa del sector, crecimiento muy superior al de la población activa total.

Desde el punto de vista de las tasas reales de crecimiento, el primer trimestre de 1972 aparece como una prolongación de la intensa recuperación mostrada en los últimos meses de 1971, reflejo del notorio aumento de la actividad industrial en dicho periodo. La tasa real se desaceleró después para pasar a crecer fuertemente en el último trimestre del año, evolución ésta similar a la que mostraron el resto de la economía y, muy particularmente, la industria. El comportamiento del deflactor implícito de precios del valor añadido trimestral indica que, en la segunda mitad del año, se alcanzaron los momentos de más aguda presión alcista, particularmente en el tercer trimestre. Esta actuación, acusadamente inflacionista del sector, apreciada desde el punto de vista del valor añadido, se ve confirmada por la marcha de los precios pagados por el consumidor por los diferentes servicios. Así, dentro del componente «gastos diversos» del coste de la vida, el 58,4 por 100 de las partidas integrantes corresponden a servicios, observándose que, en los últimos años, el conjunto de tales partidas ha mostrado unos incrementos en sus precios claramente superiores a los del índice medio del coste de la vida. De este modo, en 1972 el coste de la vida creció un 8,3 por 100, mientras el conjunto de dichos servicios subió un 10,5 por 100, aunque este aumento había sido muy superior en 1971 (16,3 por 100). Dados todos estos elementos, el sector servicios aparece, dentro de la

CUADRO II-10

Sector Servicios

Evolución del producto interior bruto trimestral

Porcentajes

	1971		1972				1973
	III	IV	I	II	III	IV	
Tasa de crecimiento real (a)	5,0	11,6	12,0	2,0	5,4	12,5	...
Tasa de crecimiento monetario (a)	9,2	18,4	17,5	11,6	20,8	25,5	...
Deflactor implícito de precios (a)	4,0	6,1	4,9	9,4	14,7	11,5	...

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y estimación del Servicio de Estudios del Banco de España.

(a) Trimestre sobre trimestre anterior, elevado a tasa anual.

economía española, como un conjunto de actividades de comportamiento dispar, pero con la nota común de que su evolución es, por sus propias características, más inflacionista que la media general. Como causas inmediatas aparecen la alta elasticidad-renta de la demanda de los servicios ofrecidos en algunas de las actividades incluidas en el sector y la importante repercusión que en éste tiene el encarecimiento del factor trabajo.

La población activa del sector creció en 1972 en casi un 3 por 100, aumento que, sumado al que ya había tenido lugar en 1971, supone un desplazamiento muy notorio de la mano de

obra hacia las actividades incluidas en los servicios. Esta tendencia es propia de los niveles de renta en que el país se está desarrollando en los últimos años y todo parece indicar que habrá de continuar en años sucesivos. Es también muy posible que los crecientes aumentos de la población activa de los servicios contrarrestasen un tanto, desde el punto de vista del sector, el descenso general que el paro experimentó en el conjunto de la economía a lo largo de 1972. Durante el segundo trimestre permaneció muy estabilizada la cifra de paro, la cual volvió a crecer en el trimestre siguiente, apareciendo únicamente descensos claros en el cuarto trimestre y en los primeros meses de 1973. De todos modos, los descensos relativos fueron muy inferiores a los que se registraron en dichos periodos del año en el resto de los sectores productivos de la economía.

CUADRO II-11

Sector Servicios
Participación en el P. I. B.
y en la población activa

Porcentajes

	Participación en el producto interior bruto, a pesetas corrientes	Participación en la población activa
1966	46,9	31,7
1967	49,3	32,1
1968	49,7	32,5
1969	49,9	32,9
1970	51,0	33,6
1971 (a) ...	52,1	34,4
1972 (b) ...	52,6	35,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

- (a) Provisional.
(b) Avance.

CUADRO II-12

Sector Servicios
Evolución del paro estimado

Miles de personas y porcentajes

	1971		1972				1973
	III	IV	I	II	III	IV	I
Paro estimado. Miles de personas...	35,4	38,5	40,2	40,1	40,9	38,9	36,4
Tasa de variación intertrimestral (a)...	14,8	40,0	18,9	— 1,0	8,2	— 23,9	— 17,6

FUENTE: Ministerio de Trabajo.

- (a) Trimestre sobre trimestre anterior, elevado a tasa anual.

En relación con las ramas de actividad incluidas dentro del sector, no existe hasta el momento información sobre sus tasas de crecimiento en 1972, a la vez que la disponibilidad actual de datos estadísticos de corta periodicidad es casi nula. La Contabilidad Nacional de 1971 presenta al comercio al por mayor y al por menor como la rama de actividad más importante entre las incluidas en el sector, seguida de la administración pública y de los transportes y comunicaciones. El papel del sector público debe de ser mayor de lo que indican estas cifras, puesto que significa un porcentaje muy importante dentro de la enseñanza y los servicios sanitarios. Observando las tasas reales de crecimiento en los últimos años se advierte un crecimiento por encima de la media en la actividad «Transportes y Comunicaciones», siendo también de destacar los crecimientos continuados de las ramas «Hostelería y Similares» y «Enseñanza». Los datos aislados existentes sobre 1972 parecen indicar que estas tendencias persistieron a lo largo del año, debiendo de ser muy intenso el crecimiento, sobre todo, en los transportes marítimos, aéreos y por carretera. La evolución de la actividad «Hostelería y Similares» mostró, una vez más, una alta tasa de aumento ante el creciente ritmo del turismo. Destaca, a este respecto, la nueva aceleración que en 1972 presentó el número de extranjeros entrados en España, cifra que aumentó sobre la del año anterior en un 24 por 100, frente a un incremento medio del 12 por 100 en 1970 y 1971. En esta aceleración del turismo hacia España en 1972 ha desempeñado, sin duda, un papel importante el auge económico de los países de origen.

1.2. Evolución de la demanda.

La intensa expansión de la economía en 1972 tuvo su determinante inmediato en la presión de la demanda global. Sin embargo, ni el avance de ésta registró una intensidad uniforme ni sus diversos componentes desempeñaron un mismo papel relativo en el estímulo de la expansión productiva a lo largo del año. En el primer semestre, el motor de la recuperación fue la demanda de inversión, en sus componentes de inversión industrial fija y acumulación de existencias, acompañada por la expansión de las exportaciones, mientras que el consumo privado en términos reales mantenía un ritmo lento de avance. En el tercer trimestre del año, la inversión mostró algunos síntomas de agotamiento, en tanto que la demanda real de consumo privado entraba en una fase de fuerte expansión, que probablemente bastó para estimular de nuevo la demanda de inversión, cuya intensa pulsación se extendió incluso al sector de la construcción. La economía se adentró así, durante los últimos meses del año, en una etapa de intenso crecimiento, estimulada por una demanda global pujante, en la que solo el componente de exportaciones registraba alguna vacilación.

El examen de cada uno de los componentes de la demanda global ayudará a comprender la trayectoria seguida por la economía a lo largo del año 1972.

Inversión.

Desde el primer momento, la recuperación de la economía estuvo impulsada por la reactivación de la demanda de inversión. Y, sin embargo, la situación al iniciarse el cuarto trimestre de 1971 no parecía favorable para una recuperación de la inversión, al menos de forma inmediata. Como se señaló en el anterior Informe, el consumo privado, afectado por unas alzas de precios que tendían a acelerarse y por una debilitación del ritmo de avance de los salarios reales en la segunda mitad de 1971, no podía ser el motor que otorgase nuevo impulso a la economía; tampoco la demanda del sector público incidía aún con gran fuerza y las exportaciones, el componente más dinámico de la demanda, no tienen todavía la importancia cuantitativa suficiente ni son bastante versátiles como para poner en marcha un proceso de recuperación de la economía. En estas condiciones, el clima entre los empresarios no era optimista y podía parecer improbable que se decidieran a acometer un fuerte ritmo de inversiones.

La inversión comenzó a activarse a medida que avanzaba el otoño, para dejar paso a una fase de gran dinamismo al concluir el año. Las causas inmediatas de esta recuperación inversora hay que buscarlas en el Decreto-Ley de 1 de diciembre de 1971 y en las favorables condiciones monetarias existentes; las razones más profundas hay que encontrarlas en la desaceleración del ritmo de formación de capital productivo en el período anterior.

El impacto del Decreto-Ley debió de ser importante, al menos como chispa inmediata para relanzar la inversión. No es posible evaluar la inversión que se hubiese llevado a cabo en ausencia de la medida; si por debajo de las apariencias existían en la economía condiciones que hubieran acabado por generar una aceleración de su ritmo de expansión, los beneficios fiscales concedidos habrían tenido en todo caso la virtud de acortar una fase de debilidad indeseable y de poner en movimiento al sistema con rapidez (1). La acumulación de liquidez por parte de la banca proporcionó otra de las condiciones necesarias para permitir un desarrollo de la inversión. La banca había visto mejorar progresivamente su situación de liquidez desde la segunda mitad de 1970; hasta finales de ese año, dicha mejora vino a reconstituir la liquidez deseada por la banca; mas, a partir de entonces, los incrementos en los activos líquidos de la banca tendieron a facilitar el crédito tanto en la cantidad ofrecida como en las

(1) La única medida del impacto en 1972 de las desgravaciones a la inversión viene dada indirectamente por los ingresos que dejará de percibir el Tesoro por dichas concesiones. De acuerdo con el presupuesto de 1973, los impuestos sobre beneficios de Sociedades solo crecerán en un 1,6 por 100 sobre los ingresos presupuestados en 1972. En ese año, los beneficios han debido de crecer por lo menos tanto como la renta nacional, es decir, un 16 por 100, por lo que los ingresos no percibidos en 1973 serían aproximadamente 4.500 millones de pesetas que representarían 64.000 millones de pesetas de inversión mínima acogida a la subvención. Habría que añadir además las desgravaciones a los empresarios individuales en la cuota de beneficios del impuesto industrial. El coste para el Estado de estas desgravaciones o, en definitiva, sus efectos redistributivos serían el lado negativo de esta medida.

condiciones en que se ofrecía. La persistencia de estas condiciones favorables y la reducción del tipo de interés básico en un punto porcentual en el mes de octubre de 1971 debieron de despejar algunas dudas de los empresarios en cuanto a la actitud de las autoridades.

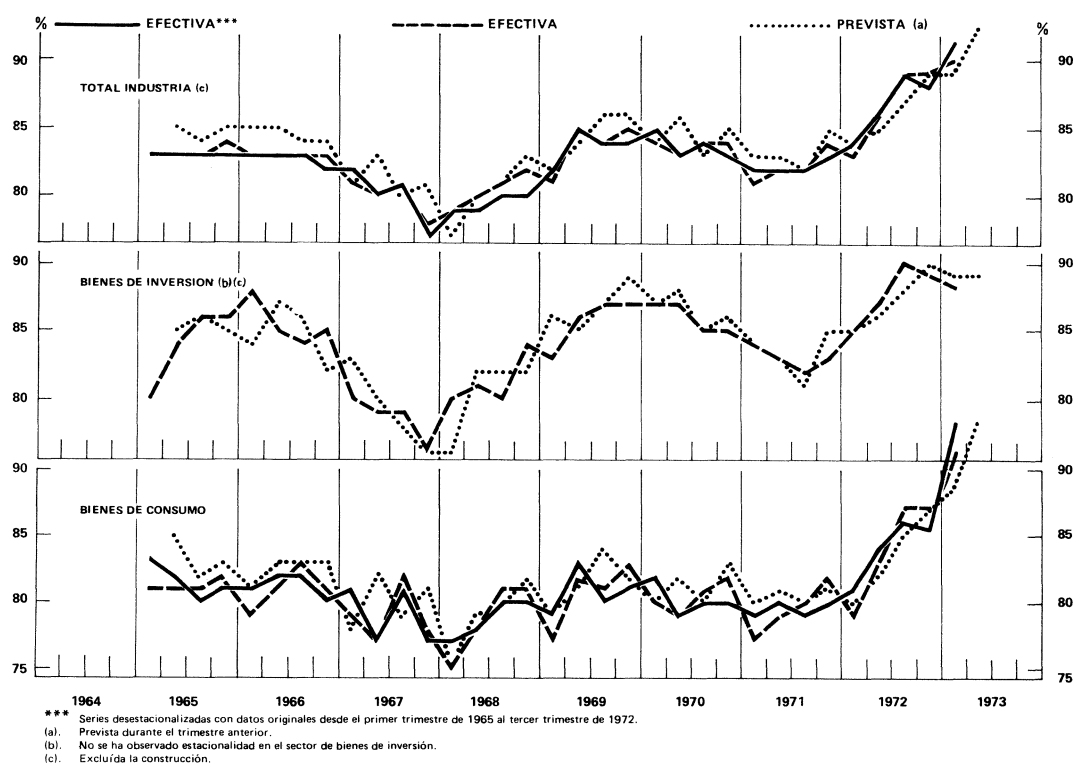
Las razones de fondo de la recuperación de la inversión y de su persistente pujanza durante un período de tiempo ya bastante largo radican, probablemente, en la pérdida de impulso del proceso de formación de capital real productivo que caracterizó al período anterior. El fenómeno de la debilitación relativa de la tasa de acumulación de capital, aunque especialmente acusado en 1971, venía arrastrándose desde bastante más atrás, a lo largo de un período en que las etapas de atonía inversora tendieron a predominar sobre las fases de auge. Conviene recordar que durante el período 1961-66, el P. N. B. creció en términos reales a una tasa media del 8,6 por 100 y que la formación bruta de capital lo hizo en un 13,9 por 100, en tanto que en el período 1967-71 el crecimiento medio del P. N. B. fue del 5,6 por 100 y el de la inversión, de un 3,7 por 100. Los mismos resultados se ponen de manifiesto utilizando una comparación más adecuada: en el período 1961-66, el crecimiento medio del producto real del sector secundario, excluida la construcción, fue de un 11,7 por 100, en tanto que el crecimiento de la inversión en bienes de equipo fue de un 14,2 por 100; en el período 1967-71, los ritmos de avance de dichas magnitudes reales fueron, respectivamente, de un 6,2 por 100 y de un 2,8 por 100. El mismo fenómeno resulta confirmado desde otro ángulo cuando se tiene en cuenta la evolución de las opiniones empresariales sobre los márgenes de capacidad no utilizados: la fase más aguda de la recesión de 1970-71 señala cotas más altas de utilización del capital que los momentos equivalentes de la recesión de 1967-68; de la misma manera que, una vez iniciada la recuperación, en poco tiempo, los niveles más altos del ritmo de actividad redujeron los márgenes de capacidad inutilizada a mínimos desconocidos en el pasado. (Véase gráfico II-4.) La falta de un consumo dinámico retrasó la recuperación de la inversión; pero los avances modestos del consumo y el dinamismo de las exportaciones permitieron que la economía no dejase de crecer, produciéndose con ello una reducción paulatina de los excesos de capacidad y creándose, por tanto, la necesidad de nuevas inversiones.

Tanto la inversión en capital fijo como la inversión en existencias crecieron con singular viveza en la primera fase de la recuperación. El índice de inversión aparente, a partir del mes de noviembre, inició un proceso de aceleración que culminó en el mes de julio; entre esos meses la tasa de crecimiento (1) pasó de un 12,6 por 100 a la excepcional del 47,9 por 100 —el componente de bienes de equipo, el más interesante para nuestro análisis, presentaba una tasa de crecimiento del 82,5 por 100 en junio—. Posteriormente, el índice se desaceleró bruscamente, registrando tasas incluso negativas que, aun teniendo en cuenta las irregularidades del índice, son suficientemente significativas como para considerar que al iniciarse la segunda mitad del año, la inversión en capital fijo había experimentado un cambio sustancial en su

(1) Tasa trimestral convertida a tasa anual de la media móvil de tres meses sobre las cifras desestacionalizadas.

Encuesta sobre utilización de la capacidad productiva en la industria

Porcentaje de utilización



evolución. Las razones de este cambio pueden vincularse al plazo fijado en el Decreto-Ley antes mencionado. Aunque los beneficios fiscales se concedían a las inversiones realizadas o a los pedidos en firme que se hiciesen antes del 30 de junio, los empresarios debieron de acelerar en lo posible sus inversiones, concentrándolas antes de esa fecha. No obstante, las inversiones no realizadas, pero acogidas a la subvención, podían asegurar por algún tiempo el ritmo de formación de capital en la medida en que se fuesen cumpliendo las órdenes no satisfechas, que vendrían a sumarse a las nuevas inversiones. Entretanto, la demanda real de consumo privado había entrado en una fase de aceleración y la construcción mantenía su tónica de consolidación, acelerada desde los últimos meses del año por el nuevo impulso del sector de viviendas; y esto fue bastante para insuflar nuevo aliento a la inversión industrial. Se explicarían así los rasgos más importantes de la evolución de la inversión en bienes de equipo a lo largo de la expansión, a saber: fuerte recuperación durante la primera mitad del año 1972, debilitación en los meses de verano y posterior revitalización, ya más moderada, a partir de los meses finales del año. Resulta interesante observar el perfil de la inversión a

partir de las importaciones de bienes de equipo por lo que tiene de coincidente, aunque con rasgos más acusados, con el índice de inversión aparente (1). En el tercer trimestre de 1971 se registró un avance muy importante que, tras una ligera inflexión en el cuarto, dio lugar a una fuerte aceleración en los dos trimestres siguientes; posteriormente, en la segunda parte de 1972, las importaciones de bienes de equipo se desaceleraron para, en los primeros meses del año actual, recuperarse nuevamente. A pesar de la irregularidad con que se comportan las importaciones y la escasa fiabilidad que hay que conceder al índice de inversión aparente, los movimientos en ambos indicadores son lo bastante intensos y claros para permitir trazar con confianza las líneas generales de evolución de la inversión en bienes de equipo durante el período que se está analizando.

CUADRO II-13

Indicadores de inversión

Medias trimestrales

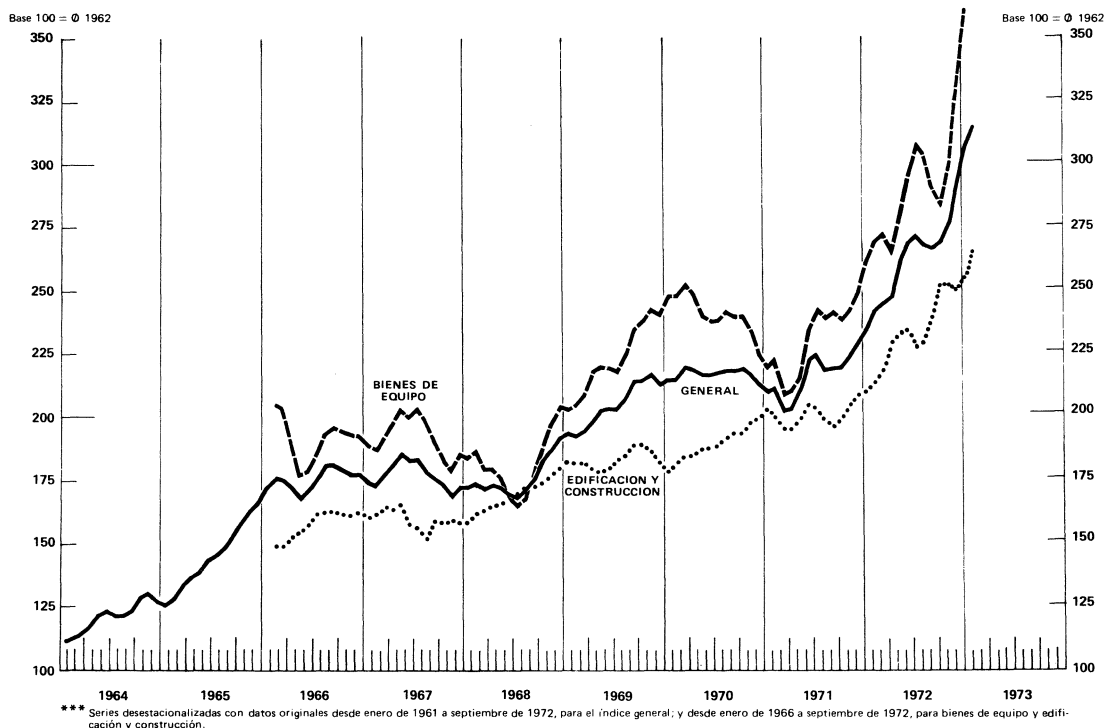
	Índice de inversión aparente Índice base 1962=100			Importación de bienes de equipo (a) Millones de pesetas		
	Índice	Tasa anual de crecimiento sobre el trimestre anterior	Tasa de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior	Valores	Tasa anual de crecimiento sobre el trimestre anterior	Tasa de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior
1970:						
I.....	214,3	— 3,5	11,8	6.160	— 2,2	19,6
II.....	215,6	2,4	7,2	6.517	25,3	18,1
III.....	216,8	2,2	5,2	6.475	— 2,8	10,5
IV.....	215,0	— 3,3	— 0,6	6.384	— 5,3	3,1
1971:						
I.....	210,8	— 7,6	— 1,6	6.615	15,3	7,4
II.....	209,0	— 3,4	— 3,1	6.174	— 24,1	— 5,3
III.....	217,4	17,1	0,3	6.762	43,9	4,4
IV.....	223,9	12,5	4,1	7.105	22,0	11,3
1972:						
I.....	241,4	35,1	14,5	8.253	82,1	24,8
II.....	260,7	36,0	24,7	9.772	96,6	58,3
III.....	265,9	8,2	22,3	9.771	0,0	44,5
IV.....	277,0	17,8	23,7	8.871	— 32,0	24,8
1973:						
I.....	313,3	63,7	29,8	11.218	155,8	35,9

FUENTE: Ministerio de Comercio y Dirección General de Aduanas.

(a) Importaciones de bienes de equipo y material de transporte excluidas aeronaves.

(1) No debe olvidarse, para una interpretación correcta, que las importaciones de estos bienes están incluidas en el índice con una ponderación del 14 por 100.

Indice de inversión aparente *** Medias móviles trimestrales



El crecimiento de la inversión en capital fijo afectó con generalidad a todos los sectores productivos. En la agricultura, la matriculación de cosechadoras disminuyó en 1972, con relación a 1971, en un 19 por 100, pero la matriculación de tractores creció en un 11 por 100 y los bienes de equipo importados con destino al sector avanzaron en un 39 por 100 (expresadas las cifras en pesetas). En el sector de la construcción, si se atienden a las opiniones empresariales sobre mecanización, se debió de producir un intenso proceso de capitalización. Los avances de la inversión en el resto del sector secundario fueron generales e importantes; las importaciones de bienes de equipo con destino a la industria aumentaron en un 30 por 100 (en pesetas), y cualquier otro indicador que se maneje muestra asimismo tasas elevadas. Por último, el sector de servicios experimentó un fuerte proceso inversor: las importaciones de bienes de equipo con destino al mismo aumentaron en un 63 por 100, siendo de destacar las importaciones de aviones, con 8.000 millones de pesetas, que suponen sextuplicar la cifra de 1971.

El paulatino avance de la inversión en construcción a lo largo del año y su final aceleración, como consecuencia de la superposición de un mayor impulso en el sector de viviendas a los

efectos del avance de las obras públicas y de la construcción industrial, han sido ya descritos en el epígrafe anterior y no parece necesario repetir aquí lo ya dicho.

Respecto de la inversión en existencias, poca información cabe aducir para describir su evolución a lo largo de la fase expansiva registrada en 1972. Las primeras etapas de la recuperación hubieron de coincidir con un proceso intenso de reposición de existencias, que se refleja en las altas tasas de crecimiento de las importaciones durante la primera mitad de 1972. Posteriormente, las existencias debieron registrar incrementos más modestos, a juzgar también por la evolución de las importaciones, aunque siguieron creciendo con los avances del nivel de actividad. La evolución de las opiniones empresariales sobre los niveles de existencias no contradice esta interpretación, si bien los ciclos de producción se mueven inversamente a los del nivel de existencias estimado normal por los empresarios. Cuando la actividad inicia un proceso de repercusión rápido, los niveles de existencias se reducen en relación a los niveles de producción que se están alcanzando y los empresarios tratan de reponer y acumular existencias para restablecer la relación deseada; en los primeros momentos de un cambio de coyuntura, los errores de previsión son mayores y los esfuerzos por corregirlos (aumento de existencias) pueden dar lugar a reposiciones importantes. Conviene insistir en que todo cuanto se dice en este punto solo responde a una interpretación lógica, escasamente avalada por información estadística; por ello resulta extraordinariamente difícil precisar el impacto que pudo ejercer la acumulación de existencias en el crecimiento de la producción, que, sin embargo, debió de ser importante (1).

Consumo.

Los hechos que condicionaron el comportamiento del consumo real privado en la segunda mitad de 1971, continuaron configurando su evolución en los primeros meses de 1972. Las rentas salariales, que determinan la parte más importante del consumo, estaban sometidas a los efectos negativos de las alzas de precios, de manera tal que los incrementos de los salarios monetarios, una vez deflactados, dejaban poco margen para el avance del consumo en términos reales. Por otra parte, el desempleo continuó aumentando hasta el mes de febrero, a pesar de que la recuperación llevaba varios meses en curso; a partir de entonces, el paro se fue reabsorbiendo, aunque de una forma lenta al principio. En el cuadro II-14, confeccionado a partir de la encuesta de salarios del I. N. E. y convenientemente suavizado, puede verse cómo, por lo menos hasta el primer trimestre, los salarios en términos reales crecían modestamente y, desde luego, a un ritmo inferior al que estaba experimentando la economía en esos momentos. Puede afirmarse que la etapa inicial de la recuperación tuvo lugar sin apoyo del consumo privado, siendo más bien esta variable un elemento de inercia para la

(1) El informe de la O. C. D. E. evalúa que la formación de existencias ha debido contribuir entre 0,5 y un 1 por 100 al crecimiento de la demanda global.

aceleración de la actividad. Ello no está desligado de la redistribución de la renta que se estaba produciendo en esa fase, a favor del capital.

CUADRO II-14

Rentas salariales

Tasas de incremento

Millones de pesetas

	Volumen de salarios. Media de los últimos tres trimestres de la serie desestacionalizada	Tasas de crecimiento			
		Monetaria		Real (a)	
		Sobre el mismo período del año anterior	Tasa trimestral convertida en tasa anual	Sobre el mismo período del año anterior	Tasa trimestral convertida en tasa anual
1970:					
I	20.180	13,6	12,8	10,0	7,9
II	20.898	13,9	15,0	9,7	9,5
III	121.829	15,2	19,0	9,6	11,0
IV	22.753	16,2	18,0	9,4	10,0
1971:					
I	23.591	16,9	15,6	8,8	5,7
II	24.283	16,2	12,3	7,4	3,7
III	25.123	15,1	14,6	6,5	7,4
IV	25.865	13,7	12,3	4,9	2,8
1972:					
I	26.827	13,7	15,7	5,2	6,8
II	27.791	14,4	15,2	5,8	6,5
III	29.001	15,4	18,6	6,5	10,2
IV	30.164	16,6	17,0	7,8	7,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística. Encuesta de Salarios.

(a) Deflactados por el índice general del coste de vida.

La pérdida de fuerza en la inversión, al iniciarse la segunda mitad del año, coincidió con una moderada recuperación del consumo, quizás todavía insuficiente, puesto que en los meses del verano se registró un bache en la actividad productiva del que todos los indicadores significativos dieron debida cuenta. El consumo real privado comenzó a beneficiarse en el segundo semestre de una relativa contención de precios, de una aceleración de la tasa de crecimiento del volumen de salarios, fruto del aumento de los salarios y de un mayor empleo y, en última instancia, del crecimiento de la producción, que debía afectar a muchas rentas no recogidas en la encuesta. Si se examina el cuadro II-14, puede apreciarse cómo la tasa de crecimiento de los salarios reales mejoró sustancialmente a partir del tercer trimestre del año, pasando la tasa intertrimestral de un 6,5 por 100, en el segundo trimestre, a un 10,2, en el tercero. El avance del consumo real privado, alentado por los factores indicados, se acentuó a medida que avanzaba el segundo semestre del año, alejando los temores de que la inflexión observada en el nivel de actividad diese paso a una fase de mayor atonía y otorgando un nuevo impulso, en último término, a la demanda de inversión.

Para ver los distintos momentos en que se produjo el despegue de cada componente de la demanda, es bastante ilustrativo comparar las encuestas de opiniones empresariales sobre capacidad utilizada según el grupo de bienes producidos. Puede observarse cómo la agrupación de bienes de inversión inició la reabsorción de capacidad inutilizada meses antes de que se reflejase el mismo fenómeno para los bienes de consumo. Dentro de éstos cabe distinguir entre la evolución de la compra de bienes duraderos y el resto de los bienes y servicios. En los primeros, los signos positivos de avance se presentaron antes y la intensidad de la recuperación fue mayor. En particular, la matriculación de automóviles muestra en 1972 una trayectoria excepcional, que apenas cabe parangonar con otra etapa del pasado, incluso con los primeros años de irrupción del automóvil. Si nos atenemos a las cifras de producción, la compra de otros bienes de consumo duradero ha evolucionado de modo igualmente favorable.

Exportaciones.

Aunque se encontrará un análisis detallado de las exportaciones de bienes y servicios en el epígrafe correspondiente al sector exterior, conviene evaluar aquí el impacto de las exportaciones como un componente de la demanda global y poner de manifiesto la relación de interdependencia entre la demanda de origen interno y las exportaciones. Desde el primer punto de vista, hay que destacar el importante papel desempeñado por las exportaciones en la etapa de baja coyuntura de los años 1970 y 1971. Las exportaciones de bienes y servicios, que suponen aproximadamente el 19 por 100 del producto nacional, avanzaron en esos años lo bastante para suscitar crecimientos del producto nacional del 3,1 y 2,5 por 100 respectivamente; es decir, aportaron más del 50 por 100 de las tasas totales de crecimiento efectivamente alcanzadas por la renta nacional real en esos años. Las exportaciones, pese a que su volumen es relativamente poco importante, permitieron así que la actividad mantuviese un cierto grado de crecimiento, suavizando el movimiento cíclico y acortando, por la absorción de capacidad, la duración de su fase depresiva. Sin entrar ahora en la consideración de los muchos factores que han determinado el dinamismo de las exportaciones en los últimos años, conviene señalar que, hasta cierto punto, la evolución de las exportaciones está determinada por la situación de la demanda interior: en los momentos de baja coyuntura, la exportación supone una salida para resolver los problemas con que se enfrentan los empresarios que no pueden reducir flexible y voluntariamente el empleo de factores productivos sin graves costes. Las exportaciones constituyen así un elemento que opera a favor de la estabilidad del sistema, moderando los movimientos derivados de la evolución de la demanda interior.

El comienzo de la recuperación de la inversión y, en general, de la economía coincidió con una aceleración de las exportaciones de mercancías, que habían mostrado alguna debilidad en los meses del verano de 1971. Este proceso de aceleración prosiguió en los meses siguientes, en los cuales, a pesar de que la inversión incidía con fuerza en la actividad, aún no se había alcanzado una situación que plantease un problema de asignación de recursos entre la demanda de origen interno y las exportaciones, ni la economía había agotado sus posibi-

lidades de crecimiento, puesto que aún existía un margen de capacidad no utilizada. A medida que la fase de expansión se fue prolongando, pudo observarse una pérdida de empuje de las exportaciones. Este cambio solo puede apreciarse a grandes rasgos ya que, por un lado, las estadísticas están afectadas por factores irregulares y estacionales y por otro lado, no puede establecerse una coincidencia exacta entre la evolución de las exportaciones y la demanda interior cuando se examinan períodos muy cortos de tiempo; además, ni las exportaciones pueden explicarse solo por los factores cíclicos ni todas las exportaciones están ligadas a las condiciones en que se desenvuelve la economía interior. No obstante, algunas cifras son suficientemente significativas de lo que se trata de exponer. El crecimiento de las exportaciones de mercancías, excluidas las exportaciones agrícolas —muy estacionales— y la exportación de buques —muy irregular—, fue de un 14 por 100 en el segundo semestre de 1971, sobre el primer semestre de ese año; la tasa de crecimiento del primer semestre de 1972, con respecto al segundo semestre de 1971, fue de un 16 por 100, es decir, registró una ligera aceleración, y la tasa del segundo semestre del año sobre el primer semestre fue solo del 8,7 por 100, lo que supone una desaceleración apreciable. Las cifras provisionales de la balanza de pagos trimestral señalan una tasa de crecimiento de las exportaciones de mercancías en el segundo semestre de 1972, en relación al primero, de 0,6 por 100 (1). Esta última comparación no está corregida de estacionalidad, pero, en todo caso, parece claro que la evolución de las exportaciones en 1972 reflejó, en cierto grado, la evolución de la demanda interior de la economía a lo largo del mismo.

I.3. Precios y costes.

En 1972, el índice general de precios al por mayor se elevó en promedio, respecto de 1971, un 6,9 por 100, frente a un incremento del 5,6 por 100 en el año anterior. Esta presión alcista se ha seguido manifestando en el primer trimestre de 1973 a una tasa anual del 5,3 por 100. El índice del coste de la vida acusó en 1972 una elevación media del 8,2 por 100, que vino a sumarse al alto ritmo de crecimiento del 8,1 por 100 registrado en 1971. Este ritmo se mantiene con vigor en 1973, con una variación porcentual intertrimestral del 8,2 por 100 (elevada a tasa anual) en el primer trimestre del año y una acentuada subida en abril (1,4 por 100 respecto a marzo), que sitúa la tasa anual intertrimestral en un 9,8 por 100.

Bastan estas cifras para comprender la importancia del proceso inflacionista que viene registrando la economía española. Cabe aceptar que un crecimiento económico rápido comporta, inevitablemente, y aún se ve facilitado por un cierto grado de alza de los precios: cabe admitir que los costes sociales impuestos por un intento de atajar con rapidez un proceso

(1) Esta tasa parece muy baja en relación a la otra comparación contenida en el texto para los mismos períodos; aparte de las diferencias entre las magnitudes comparadas, hay que tener en cuenta que en el primer semestre las cifras de comercio exterior han de ser corregidas por las ventas en consignación para obtener las cifras de balanza de pagos.

inflacionista pueden ser mayores que los costes sociales derivados de la inflación, y es cierto, en fin, que ni un país puede pretender aislar su economía de un proceso de inflación mundial como el actualmente existente ni la gravedad de una inflación nacional puede ser adecuadamente juzgada con independencia de los ritmos inflacionistas experimentados por otros países con los que se encuentra en conexión a través de la competencia internacional. Todas estas consideraciones no bastan, sin embargo, para justificar la intensidad del proceso inflacionista que está padeciendo la economía española. Dicha intensidad es muy superior a la que explicaría un rápido crecimiento económico y es tal, que más bien tiende a consolidar defectos estructurales de nuestra economía o a facilitar la aparición de otros adicionales; es una intensidad superior a la que están registrando en promedio los países industriales a los que exportamos o con los que competimos y que solo parcialmente puede ser explicada en términos de impulsos inflacionistas exteriores; es, en fin, una intensidad que necesita ser reducida mediante una política anti-inflacionista, de dificultad obvia, pero que puede tener éxito, sin imponer serios costes sociales, si persigue con pertinacia sus objetivos a plazo medio.

La importancia del proceso inflacionista obliga a examinar con cuidado sus características para poder señalar, más adelante, las líneas de política económica que parecen más adecuadas para combatirlo.

Los cuadros II-15, II-16 y II-17 recogen las tasas de variación media anual, total anual —diciembre sobre diciembre— e intertrimestral elevada a tasa anual del índice general de precios al por mayor y del índice del coste de la vida y sus componentes, respectivamente,

CUADRO II-15

Precios al por mayor

Tasas de variación

	Índice general	Productos alimenticios	Productos no alimenticios	Componentes especiales	
				Industriales	Agrícolas
Tasa media anual (a):					
1971/70	5,6	7,2	3,6	2,5	5,6
1972/71	6,9	8,4	4,6	5,4	5,2
Tasa total anual (b):					
1971/72	8,3	10,9	4,5	2,8	8,4
1972/71	5,6	5,5	5,6	8,6	2,0
Tasa intertrimestral (c):					
1972 - I	8,5	12,6	2,6	5,4	8,3
II	4,1	3,2	5,7	8,3	— 1,8
III	9,5	12,5	5,7	5,7	15,4
IV	5,6	3,1	9,0	13,2	3,7
1973 - I	5,3	2,5	9,9	0,2	— 5,4

(a) Porcentaje de variación entre las medias mensuales de los años considerados.

(b) Porcentaje de variación de diciembre a diciembre.

(c) Tasas intertrimestrales elevadas a tasa anual y calculadas sobre las cifras desestacionalizadas.

durante el último período. El comportamiento de ambos índices está lógicamente interconectado y resulta interesante señalar algunos rasgos comunes de ese comportamiento durante el período considerado.

CUADRO II-16

Precios al por mayor. Componentes no alimenticios

Tasas de variación

	Textiles	Cueros, pieles y derivados	Materiales construcc.	Minerales metálicos	Metales produc. metal y maquinaria	Combustibles lubricantes y energía	Productos químicos
Tasa media anual (a):							
1971/70	0,4	3,1	1,7	5,0	0,4	9,6	6,1
1972/71	4,9	28,8	2,9	0,3	1,7	2,8	1,7
Tasa intertrimestral (b):							
1972 - I	0,64	35,44	1,88	1,92	9,0	2,17	— 4,84
II	14,70	38,93	3,30	— 7,48	— 0,2	— 0,36	1,88
III	10,33	32,84	3,14	— 3,85	0,6	0,49	3,79
IV	13,59	49,62	6,70	0,12	4,0	2,09	1,04
1973 - I	11,28	33,67	13,59	4,50	10,3	0,96	10,62

- (a) Porcentaje de variación entre las medias mensuales de los años considerados.
(b) Tasas intertrimestrales elevadas a tasa anual y calculadas sobre las cifras desestacionalizadas.

CUADRO II-17

Índice del coste de la vida

Tasas de variación

	Índice general	Alimentación	Componentes no alimenticios				
			Vestido y calzado	Vivienda	Gastos de casa	Gastos diversos	Subgrupo no alimenticios
Tasa media anual (a):							
1971/70	8,1	7,7	8,3	2,0	7,5	10,5	8,6
1972/71	8,2	9,2	8,7	8,0	5,9	8,0	7,0
Tasa total anual (b):							
1971/72	9,6	12,5	7,2	3,2	6,0	8,9	5,6
1972/71	7,2	6,5	11,0	7,6	5,7	6,9	7,8
Tasa intertrimestral (c):							
1972 - I	7,5	7,7	6,04	4,14	5,49	7,22	7,5
II	5,5	2,1	9,72	6,99	5,08	7,08	9,0
III	12,4	17,9	7,35	8,65	4,34	5,08	7,9
IV	7,1	6,2	20,71	8,95	8,01	9,07	7,6
1973 - I	8,2	7,1	10,10	10,29	4,75	6,29	9,1

- (a) Porcentaje de variación entre las medias mensuales de los años considerados.
(b) Porcentaje de variación de diciembre a diciembre.
(c) Tasas intertrimestrales elevadas a tasa anual y calculadas sobre las cifras desestacionalizadas.

Debe tenerse en cuenta que los componentes alimenticios de ambos índices se encuentran estrechamente vinculados a los precios de los productos agrícolas, cuyas fuertes fluctuaciones tienden a transmitir a los índices respectivos, dadas las elevadas ponderaciones con que participan en éstos los componentes alimenticios. Así, los índices —y especialmente el de precios al por mayor— tienden a seguir la pauta marcada por los componentes alimenticios, atenuada en ocasiones y reforzada en otras por la evolución, siempre más firme, de los componentes no alimenticios.

Pues bien, los cuadros mencionados permiten observar: a), que tanto el índice general de precios al por mayor como el índice del coste de la vida registraron en 1972 una tasa media anual de crecimiento (media del año sobre la media del año anterior) superior a la de 1971; b), que ambos índices mostraron, sin embargo, una tasa total anual de aumento (diciembre sobre diciembre) menor en 1972 que en 1971; c), que, entre ambos años, los componentes alimenticios y no alimenticios intercambiaron sus papeles en cuanto impulsores del proceso alcista, desacelerándose el ritmo de avance de los primeros al tiempo que se aceleraba el ritmo de crecimiento de los segundos. Teniendo en cuenta los determinantes próximos de los componentes alimenticios y no alimenticios, los rasgos básicos de la evolución del índice de precios al por mayor y del índice del coste de la vida pueden expresarse también del siguiente modo: en 1971, los impulsos principales del alza de los precios provinieron de los productos agrícolas ganaderos, especialmente en los últimos meses del año; esta última aceleración contribuye decisivamente a explicar las altas tasas medias anuales de avance de los precios en 1972, respecto de 1971 —6,9 por 100, en los precios al por mayor, y 8,2 por 100, en el índice del coste de la vida—; pero a lo largo de 1972 los precios de los productos agrícolas y ganaderos redujeron notablemente sus ritmos de crecimiento, desacelerándose, en consecuencia, el avance de los componentes alimenticios —5,5 por 100, a lo largo de 1972, frente a 10,9 por 100, en 1971, por lo que respecta al índice de precios al por mayor, y 6,5 por 100, a lo largo de 1972, frente a 12,5 por 100, en 1971, por lo que se refiere al coste de la vida—; en 1972 fueron los precios de los productos industriales y de los servicios los que actuaron como motor fundamental y continuo del crecimiento de ambos índices; y ese es el esquema básico que, a través de variaciones que tal vez resulten irregulares para el conjunto del año, parece persistir durante los primeros meses de 1973, aunque los precios alimenticios han acentuado su ritmo de crecimiento hasta situarse a una tasa anual del 9 por 100, en el trimestre febrero-marzo-abril, en el índice del coste de la vida.

De esta breve descripción de los hechos no deberían extraerse conclusiones encaminadas a subrayar un retraso de los precios de los productos agrícolas y ganaderos, respecto de los precios de los productos industriales y de servicios; en una visión dinámica del movimiento de los precios, es poco adecuado acotar períodos relativamente breves para juzgar el retraso relativo de componentes particulares de los precios, resulta muy difícil precisar cuál es el antecedente y cuál es el consecuente y, desde luego, una aproximación al tema desde el criterio del mantenimiento de una paridad entre unos y otros precios solo puede conducir a una

aceleración del proceso inflacionista. Adviértase que, en todo caso, el incremento medio de los precios agrícolas entre 1971 y 1972 fue nada menos que de un 8,4 por 100, en los precios al por mayor, y que el componente alimenticio del coste de la vida avanzó en promedio, entre ambos períodos, un 8,2 por 100. Y adviértase también que una aceleración de los precios agrícolas y ganaderos y, tras ellos, de los componentes alimenticios de los índices —aunque luego se invierta total o parcialmente—, intensifica el ritmo de crecimiento de las rentas monetarias del trabajo, lo cual repercute en las tasas de incremento de los precios de los productos industriales y de los servicios que arrastran, a su vez, a los componentes no alimenticios de los índices.

No cabe ignorar, por tanto, el papel que han desempeñado las alzas de los precios agrícolas y alimenticios en el actual proceso inflacionista, alzas que hay que atribuir, en buena medida, a la inadecuación de los flujos de importaciones —sometidas al régimen de Comercio de Estado— para complementar con agilidad la oferta nacional. Existe una correlación inversa claramente perceptible entre importaciones agrícolas y ritmos de incremento de los precios agrícolas y alimenticios; y este hecho es básico a la hora de explicar la aceleración de los precios agrícolas y alimenticios en 1971 y su desaceleración en 1972. Posteriormente, los precios agrícolas y alimenticios han reflejado las fuertes alzas registradas en los mercados mundiales, así como una intensificación del ritmo de avance del consumo interior.

Es, en cualquier caso, cierto que a lo largo de 1972 y en el primer trimestre de 1973 los impulsos alcistas más intensos y continuos sobre los precios operaron a través de los componentes no alimenticios de los índices y provinieron de los precios de los productos industriales y los servicios. El componente no alimenticio del índice de precios al por mayor avanzó un 5,6 por 100 a lo largo de 1972, frente a un crecimiento del 4,5 por 100 durante 1971, y su tasa de incremento anual en el primer trimestre de 1973 era del 9,9 por 100. Por su parte, el componente no alimenticio del índice del coste de la vida registró un crecimiento del 7,8 por 100 a lo largo de 1972, frente a un incremento del 5,6 por 100 durante 1971, y su tasa intertrimestral de avance, elevada a tasa anual, era del 9,1 por 100 en el primer trimestre de 1973 y del 10,1 por 100 en el trimestre febrero-marzo-abril de este año. La importancia de estos impulsos de los componentes no alimenticios llevan, por tanto, a examinar los factores explicativos del movimiento de los precios de los productos industriales y los servicios.

Desarrollaremos tal examen a partir de una relación de comportamiento sencilla que ha sido utilizada con éxito en otros países. Según esta relación de comportamiento, los precios de los productos industriales se determinan aplicando un margen porcentual bruto al coste unitario normal corriente de producción. El coste unitario normal corriente de producción tiene dos componentes: el coste unitario de las materias primas y la energía (altamente afectado por los correspondientes precios de importación) y el coste unitario de trabajo, determinado por los pagos monetarios por hora trabajada y el ritmo de crecimiento *a largo plazo* de la productividad de la hora trabajada. El margen porcentual bruto aplicado por los empre-

sarios sobre el coste unitario normal corriente de producción se ve afectado, a su vez, por la presión de la demanda sobre la capacidad instalada. Adviértase que la hipótesis no implica calificar como inflación de costes toda situación en que los precios se eleven por un incremento de los costes medios, ya que estos últimos pueden aumentar tanto por razones autónomas —de origen interno exterior— como a consecuencia de la presión de la demanda en los mercados de factores. En todo caso, el margen cargado por los empresarios se sensible a la tensión de la demanda.

Pues bien, esta relación de comportamiento ofrece un esquema razonable para explicar la aceleración de los precios de los productos industriales —y, en buena medida, de los servicios— durante el último período.

a) Los costes medios derivados de la utilización de materias primas y productos energéticos se ven sustancialmente afectados por los precios de importación de estos productos y hubieron de reflejar, por tanto, su fuerte encarecimiento de los mercados mundiales, a un ritmo acelerado, durante el año 1972 y los primeros meses del año actual. No insistiremos aquí en un tema al que se ha hecho referencia en el primer capítulo de este Informe. Baste con señalar que este impulso alcista de origen exterior ha de ser tenido en cuenta a la hora de explicar el comportamiento de los precios en subsectores de máximo encarecimiento, como los de cueros, pieles y derivados y textiles, usuarios de materias primas que han registrado en los mercados mundiales tan fuertes incrementos como los cueros y pieles y la lana (300 por 100 y 145 por 100, respectivamente, a lo largo de 1972). Y recuérdense los aumentos registrados durante 1972 (a menudo acentuados durante los primeros meses del año actual) en otras muchas materias primas (1). En general, no está a la vista la flexión de esta subida de los precios mundiales y, en bastantes casos, especialmente el petróleo, la nueva devaluación del dólar se traducirá en nuevos impactos alcistas. La revaluación media de la peseta no ha bastado para compensar un proceso tan intenso a través de los precios de importación ni ha impedido que el fenómeno actuase también a través de las exportaciones, encareciendo los precios de los productos españoles.

b) Los costes medios derivados de la utilización del factor trabajo se explican por la evolución comparativa de los pagos monetarios por hora trabajada en relación con la productividad del trabajo. En un mundo en el que los procesos de información y ajuste son costosos, los empresarios tenderán a adaptar sus precios ante aquellas alteraciones en sus costes que consideren «normales» y definitivas y mostrarán cierta insensibilidad ante alteraciones puramente cíclicas y coyunturales. A plazo medio, por tanto, la variable significativa para analizar el impacto que sobre los precios ejerce el factor trabajo será el cociente entre los pagos mo-

(1) Por ejemplo: haba de soja, 70 por 100; harina de pescado, 97 por 100; caucho, 22 por 100; cobre y cinc, 10 por 100; estaño, 14 por 100; níquel, 15 por 100; plomo, 40 por 100, etc.

netarios por hora trabajada y la *productividad media a largo plazo*. Hay que ser cuidadoso, por tanto, con las generalizaciones, en base a datos mensuales o trimestrales. En las primeras fases expansivas del ciclo económico, a medida que el factor trabajo se va incorporando a las instalaciones infrautilizadas antes, se registra un incremento en la productividad del trabajo, que se va desacelerando a medida que se utiliza más intensivamente la capacidad instalada. La productividad actúa, por tanto, en las primeras fases de la expansión, como freno a los impulsos alcistas del coste medio salarial. Sin embargo, no cabe esperar que el impacto desacelerador sobre los precios que de ello se derive sea análogo al que resultaría de un aumento de la productividad de carácter definitivo debido, por ejemplo, a una mejora tecnológica.

Con este punto de partida, se puede analizar el comportamiento del mercado de trabajo en 1972, a fin de examinar el impacto que los costes del trabajo ejercieron sobre los precios. A lo largo de 1972, las condiciones en el mercado de trabajo evolucionaron de manera significativa. El paro estimado (véase gráfico II-6) se elevaba a 270.000 personas en diciembre

GRAFICO II-6

Paro estimado, paro registrado y beneficiarios del seguro de desempleo ***



*** Series desestacionalizadas con datos originales desde enero de 1952 a noviembre de 1972 para el paro registrado, desde enero de 1963 a noviembre de 1972 para el paro estimado y desde enero de 1968 a agosto de 1972 para beneficiarios del seguro de desempleo.

(a) El paro total, para los años 1963 a 1965, es el total desestacionalizado. En adelante es la suma de las series desestacionalizadas de paro agrícola y de paro no agrícola, siendo éste último a partir de 1968, la suma de las series desestacionalizadas de sus componentes: construcción, industria y servicios.

de 1971 (2 por 100 de la población activa), se redujo a 203.000 personas (1,5 por 100 de la población activa) al finalizar el pasado año. A lo largo de los meses transcurridos de 1973 se ha mantenido la tendencia al descenso del paro obrero, en especial en la industria y los servicios. (El paro estimado en mayo, según cifras desestacionalizadas, se situó en 187.000 personas.)

Aunque la reducción del paro se extendió en 1972 a todos los sectores de la actividad económica, fue, sin embargo, el desempleo agrícola el que acusó antes y más claramente tal disminución. En especial, es preciso señalar que así como en la agricultura la absorción del paro fue la tónica general durante todo el año pasado, el descenso del paro no agrícola solo se inició en la primavera, es decir, con un retraso normal respecto de la recuperación de la actividad productiva. En los primeros meses de la expansión, los empresarios siguieron el comportamiento lógico de utilizar mejor la mano de obra ya empleada y de aumentar notablemente la participación de las horas extraordinarias. El cuadro II-18 muestra cómo la participación de las horas extraordinarias en la jornada total de trabajo, que había descendido hasta valores comprendidos entre 4,05 y 4,08 durante los tres primeros trimestres de 1971, se elevó a 4,47 en los últimos meses del año, manteniéndose en torno a dicha proporción en los tres primeros trimestres de 1972. Solo a partir del mes de marzo de 1972 comenzó a reflejarse en los porcentajes de paro la mayor tensión de la demanda de trabajo, iniciando una tendencia que se ha mantenido ininterrumpida hasta ahora. Como se partía de unos niveles de paro relativamente altos, y como persistió a lo largo del año la absorción del paro agrícola encubierto —en beneficio, principalmente, del fuerte avance de la mano de obra ocupada en la construcción—, la situación del mercado de trabajo fue relativamente holgada hasta bien avanzado el año. Solo desde los últimos meses de 1972 parecen haber alcanzado importancia las dificultades de obtención de mano de obra, como indica el gráfico II-7, que recoge las dificultades de aumento de la producción señaladas en la encuesta de opiniones empresariales elaborada por la Cámara de Comercio de Barcelona. (Se utilizan los datos de esta encuesta, porque es más sensible a la apreciación de estos factores que la elaborada a nivel nacional por el Ministerio de Industria.)

CUADRO II-18
Jornada media de trabajo
y participación de las horas
extraordinarias

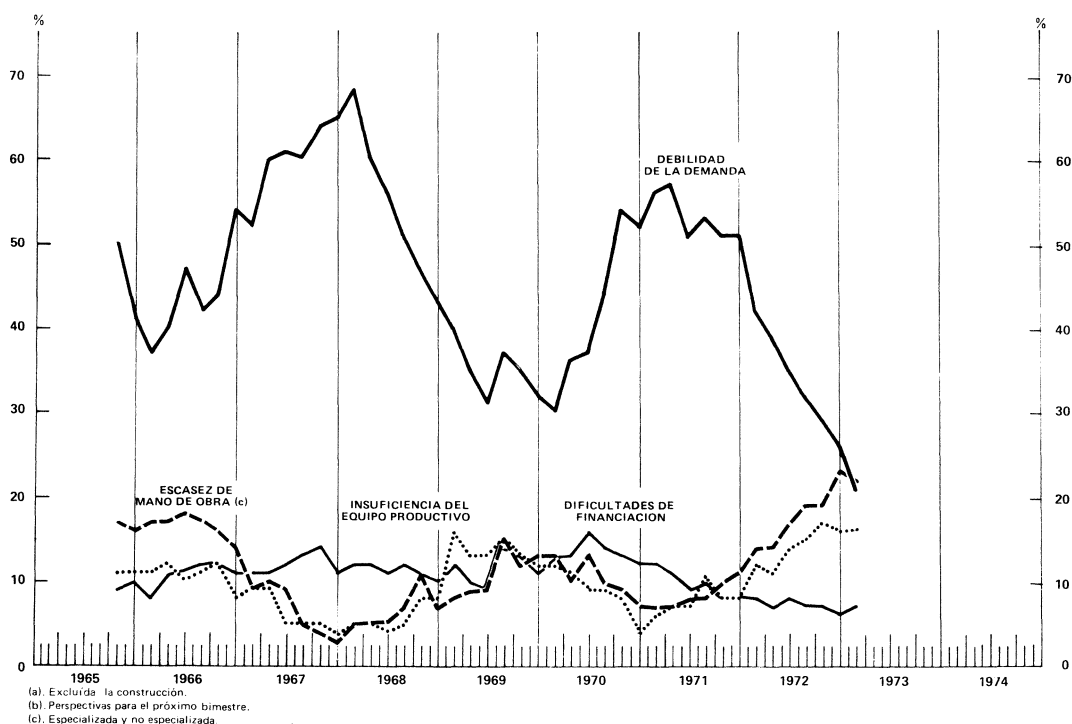
Índice 1963=100

	Jornada de trabajo	Participación de las horas extraordinarias. Porcentaje sobre el total
1970:		
I	98,8	4,36
II	99,6	4,46
III	98,9	4,50
IV	99,1	4,41
1971:		
I	98,9	4,05
II	97,9	3,98
III	99,7	4,08
IV	98,7	4,47
1972:		
I	98,9	4,50
II	98,1	4,31
III	97,1	4,50
IV . . . . .	...	4,80 (a)

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Servicio de Estudios del Banco de España.
(a) Provisional.

Encuesta de opiniones empresariales. Cámara de Comercio de Barcelona:
Total industria (a)

Factores que impiden un aumento de la producción (b)



Cualquiera que fuese el ritmo al que se acentuaron las tensiones en el mercado de trabajo, a medida que transcurría el año, el avance de los salarios nominales tendió a acelerarse tan pronto como la economía se adentró en la nueva fase de recuperación, como puede observarse en el cuadro II-19. La aceleración más fuerte se registró en el tercer trimestre de 1972, para ceder después. Para el conjunto del año, el incremento de los *salarios monetarios pactados* fue del 14,2 por 100, lo que representa un avance superior en 0,8 puntos al registrado en 1971. Pero como numerosos convenios negociados incluían una revisión a la baja de la jornada legal de trabajo, los *salarios monetarios-hora pactados* aumentaron un 15,2 por 100 en 1972. Esta es la subida más fuerte pactada desde 1969. Pero además, durante el pasado año se ha registrado un importante fenómeno de deslizamiento de salarios por encima de los pactados que había sido prácticamente inexistente en el bienio anterior; y, en consecuencia, los salarios monetarios han avanzado casi 2,5 puntos por encima del avance pactado, de modo que el incremento de los *salarios monetarios-hora efectivos* en 1972 ha sido del 17,6 por 100, según los datos provisionales del I. N. E. Esta es la tasa de incremento salarial más importante registrada desde 1963.

El proceso de avance de las retribuciones del trabajo expuestas hasta este punto tienen su origen en la recuperación y expansión de la demanda global de la economía, en la mayor presión consiguiente del mercado de trabajo y en la más favorable disposición de los empresarios a acceder a las peticiones salariales, todo ello unido a una situación inflacionista de partida que alimentaba expectativas alcistas de precios en trabajadores y empresarios. Como en otros países europeos, y en mayor grado que en ellos, la economía española ha iniciado esta fase de expansión a partir de una situación caracterizada por una velocidad inflacionista y unas expectativas consolidadas muy elevadas.

Junto a estas presiones, originadas por el lado de la demanda, se han suscitado en 1972, y en mayor medida en 1973, presiones originadas por el lado de los costes que han encarecido considerablemente el empleo del factor trabajo. Nos referimos a los efectos del nuevo sistema de cotizaciones a la Seguridad Social. Según las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España, dicho efecto supuso un incremento de los pagos por el uso del trabajo-hora que debió situarse en torno a unos 3 ó 4 puntos porcentuales en 1972; y se estima, según los mismos cálculos, que, en 1973 su efecto será de unos 5,5 puntos porcentuales.

Aunque, como ya se ha indicado, el coste de la hora trabajada que el empresario tiene en cuenta a la hora de fijar los precios parece ser el que se obtiene poniendo en relación por cociente los pagos por hora trabajada con la *tendencia normal* de la productividad media del trabajo, no con la productividad media a corto plazo, sometida, como es lógico, a fluctuaciones mucho más amplias que aquélla, conviene hacer algunas consideraciones sobre la última. Durante la primera fase de la recuperación, la productividad media del trabajo registró una elevación muy fuerte, hasta el punto de que, a pesar del vivo ritmo de avance de los salarios monetarios, los movimientos de productividad y precios permitieron que el producto industrial real registrase una redistribución en contra del trabajo; mas, pasada la mitad del año, y a medida que se absorbían los márgenes de infrautilización de capacidad y se normalizaba la situación del empleo, el ritmo de avance de la productividad media del trabajo entró en una fase de fuerte desaceleración, que parece haberse mantenido durante los primeros meses de 1973; de modo que (como indica el gráfico II-8) pasada la mitad de 1972, el producto industrial

CUADRO II-19
Salarios monetarios (a)

Tasas de incremento

	Sobre el mismo trimestre del año anterior	Sobre trimestre anterior elevado a tasa anual
1970:		
I	12,6	11,4
II	12,8	15,2
III	16,0	26,4
IV	15,2	8,1
1971:		
I	15,6	13,7
II	16,3	17,7
III	11,7	9,7
IV	11,2	10,8
1972:		
I	15,2	22,9
II	15,9	16,6
III	19,7	27,7
IV	19,4	7,5

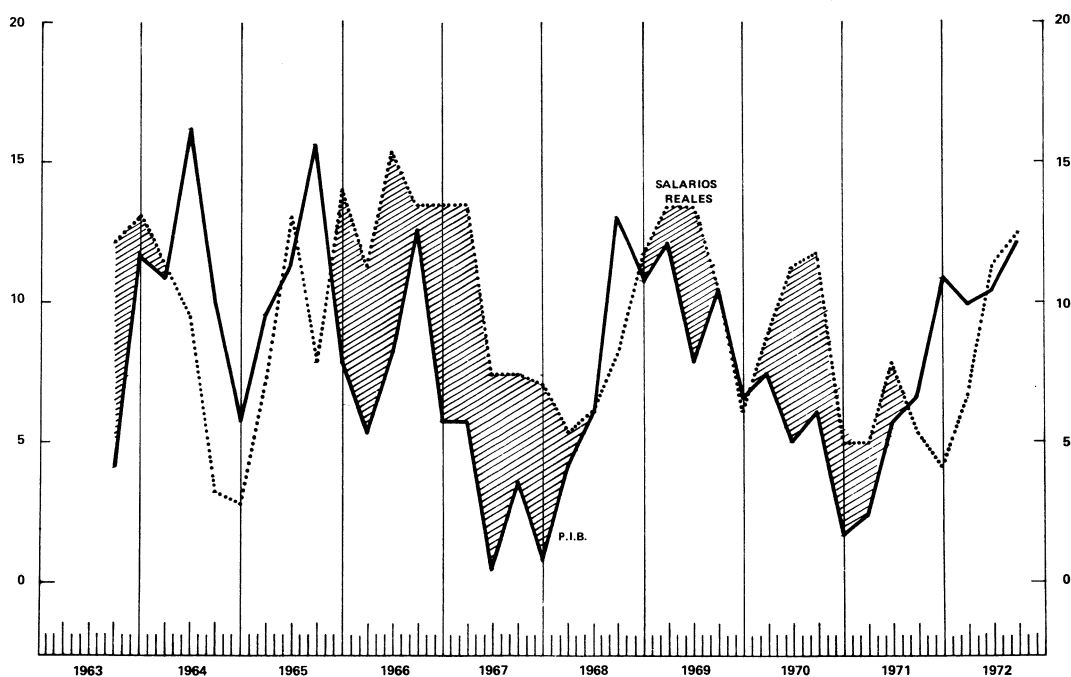
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Serie desestacionalizada.

real comenzó a redistribuirse en favor del trabajo. Todo esto significa que si los fuertes incrementos en los pagos por hora trabajada pudieron ser más compensados durante la primera parte de 1972, por el crecimiento de la productividad media del trabajo, desde mediados de dicho año el coste de la hora trabajada ha estado aumentando con fuerza.

GRAFICO II-8

Distribución de la renta en el ciclo



En todo caso, la tendencia normal del crecimiento de la productividad media de trabajo —que es la que los empresarios parecen tener en cuenta para hacer sus cálculos de costes y precios— está situada, para el conjunto de la industria española, en torno a un 5,5 por 100. No hay duda, por tanto, de que el coste medio normal de la hora de trabajo, así definido, hubo de crecer muy fuertemente en la industria española a lo largo de 1972 y durante los primeros meses del año actual.

Los párrafos anteriores han estado referidos a la industria, pero es obvio que la mayor parte de la argumentación básica expuesta puede ser extendida a los servicios. En la medida que los servicios tienen, en genral, un componente de trabajo mayor que la industria y que los avances de la productividad tienden a ser en aquéllos menores que en ésta, las conclusiones sobre este encarecimiento de los costes medios del trabajo aún se refuerzan y cobran más

importancia aplicadas a los servicios. Adviértase también que aunque los precios de los servicios afectan de una manera directa y expresa a los componentes no alimenticios de los índices y precios —por ejemplo, participan aproximadamente en un 58 por 100 en el componente «gastos diversos» del índice del coste de la vida—, actúan también sobre los componentes alimenticios, especialmente en el índice del coste de la vida, puesto que los márgenes de distribución de los productos son, básicamente, servicios.

c) Por último, como se ha indicado anteriormente, los márgenes brutos aplicados por los empresarios sobre los costes medios normales corrientes de producción se ven afectados por la presión de la demanda. Dicho en otras palabras: los empresarios encuentran más facilidad en las fases de fuerte pulsación de la demanda, para repercutir sobre los precios los incrementos de costes medios normales de producción que se estén registrando e incluso que se hayan registrado y no hayan sido repercutidos en fases previas de debilidad de la demanda.

La exposición anterior, articulada en torno a la hipótesis de comportamiento inicialmente propuesta, conduce a una explicación sucinta de la aceleración registrada en el ritmo de crecimiento de los precios industriales durante 1972 y en los primeros meses del año actual, que cabe resumir en los siguientes factores:

Primero, un fuerte incremento del coste unitario de las materias primas y los productos energéticos, cuyo origen hay que buscarlo —con excepciones— en el fortísimo avance de los precios mundiales durante el año.

Segundo, un fuerte incremento en los pagos monetarios por hora trabajada, determinado por el rápido avance de los salarios pactados, el deslizamiento de salarios y el impacto del nuevo sistema de contribuciones a la Seguridad Social.

Tercero, una intensa expansión de la demanda, que ha facilitado a los empresarios la repercusión de las alzas de costes sobre los precios.

La argumentación expuesta puede extenderse a los precios de los servicios, por lo que se refiere a las consideraciones sobre los costes-trabajo y los márgenes empresariales.

Adviértase que la intensificación de la demanda durante el período considerado ha generado efectos alcistas en el mercado de factores, de una parte, y ha facilitado las repercusiones de los incrementos de costes sobre los precios, de otra. Y obsérvese que la argumentación se basa en la intensificación de la demanda, no en la aparición de excesos de demanda global. Por lo demás, el fuerte ritmo de crecimiento de las rentas del trabajo ha de explicarse te-

niendo en cuenta las sólidas expectativas inflacionistas dominantes al iniciarse la recuperación e inseparables de la aceleración registrada en el ritmo de avance de los precios de los productos alimenticios en 1971.

Todos los factores alcistas indicados han continuado operando con fuerza durante los primeros meses de 1973. El intento de precisar los factores determinantes de proceso inflacionista durante 1972 es, por tanto, sustancialmente válido, en cuanto a los resultados que de él se infieren, para explicar las presiones inflacionistas en los momentos actuales. En base a esos resultados se examinará, al final de este Capítulo, la posibilidad de instrumentar una eficaz política anti-inflacionista en los próximos meses.

1.4. El sector público.

Para poder estudiar detalladamente el comportamiento del sector público a lo largo del año 1972, habría que disponer de una información estadística para el conjunto del mismo que, a pesar del considerable esfuerzo realizado por el Ministro de Hacienda en los últimos años, se está aún muy lejos de haber conseguido. Es importante insistir, una vez más, en la necesidad de emplear recursos de todo tipo para mejorar el conocimiento estadístico de nuestro sector público y posibilitar así una valoración más adecuada de su repercusión en la marcha de la economía. Debido a estas dificultades, el análisis que se realizará es incompleto y dedicado únicamente a la Administración Central (1), siendo necesario destacar que, en el presupuesto sin consolidar de las Administraciones Públicas, el Estado supone el 47,5 por 100 del total.

Las autoridades económicas elaboraron para 1972 un presupuesto (inicial) con el que se intentaba obtener varias finalidades simultáneamente. De un lado, se diseñó un presupuesto no expansivo, dada la evolución prevista para la coyuntura en el año, lo que no impedía favorecer un crecimiento de la inversión más elevado que el de los gastos corrientes. De otro, se intentaba que el sector público ayudase a reducir el ritmo de expansión de las magnitudes monetarias del sistema. La realización presupuestaria a lo largo del año parece mostrar que las autoridades consiguieron su propósito.

La contención en el ritmo de crecimiento de los pagos, frente a unos ingresos que mantuvieron el ritmo de crecimiento de años anteriores, hizo que el déficit presupuestario de este año (medido en base a las operaciones no financieras), fuese más reducido que el del año anterior.

(1) En el apéndice estadístico se encuentran las cuentas de las Administraciones Públicas y sus presupuestos iniciales. Como las primeras alcanzan solo hasta 1971 y de los segundos solo están disponibles los años 1972 y 1973, no se realiza en el texto ningún análisis de su actuación en el año considerado.

En el cuadro II-20 puede verse cómo ese déficit, de unos 9.000 millones de pesetas, se transforma en un superávit de 800 millones al tener en cuenta el resto de las operaciones extrapresupuestarias.

CUADRO II-20

Ingresos y pagos de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
Operaciones no financieras (neto (1+2+3))	3,2	— 27,9	0,8
1. Ingresos	315,1	354,4	411,3
Presupuesto (a)	301,1	340,2	398,7
Anexo	6,5	6,4	6,5
Por cuenta de las corporaciones locales	7,5	7,8	6,1
2. Pagos	— 313,9	— 382,9	— 429,4
Presupuesto (b)	— 296,2	— 356,7	— 407,7
Adicional	— 3,5	— 11,3	—
Apéndice	— 1,3	— 0,2	— 6,9
Anexo	— 5,3	— 7,1	— 5,7
Por cuenta de las corporaciones locales	— 7,6	— 7,6	— 9,1
3. Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	2,0	0,6	18,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de la variación de pasivos financieros. Para mayor detalle, véase cuadro II-21.
- (b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de deuda (Deuda del Estado y Cédulas de Reconstrucción Nacional y Obligaciones de RENFE). Para mayor detalle, véase cuadro II-23.
- (c) Incluye también ajustes.

El superávit de las operaciones extrapresupuestarias (9.800 millones) fue debido, fundamentalmente, a que las operaciones de Tesorería arrojaron un superávit de 18.900 millones de pesetas (en la cuenta de Deudores, las devoluciones de fondos superan a las entregas en más de 9.000 millones de pesetas), que fue parcialmente compensado por déficits en el resto de las secciones. Dentro de la evolución de éstas, los hechos más destacables son la inexistencia de pagos en la sección adicional, pues la RENFE no presenta ya déficits de explotación y no precisa, por lo tanto, que el Tesoro los cubra; que la sección apéndice solo tuvo pagos este año, correspondientes a los anticipos que por medio de ella se instrumentan, y en cuanto a recursos locales e institucionales, la aparición de una reducción de los ingresos.

La evolución de los ingresos presupuestarios de la Administración Central en 1972 (cuadro II-21) se ajustó bastante a las cifras presupuestadas inicialmente. Los ingresos no financieros crecieron un 17 por 100, con respecto a los del año anterior, tasa muy similar a la del crecimiento del P. N. B., a pesetas corrientes, por lo que el grado de presión fiscal continúa sin variaciones importantes. Los ingresos financieros, a causa de la menor emisión de deuda, disminuyeron ligeramente en este año.

Administración Central
Ingresos presupuestarios obtenidos

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (a)			
	1970	1971	1972	1973 (b)	1970	1971	1972	1973 (c)
Ingresos no financieros	301,1	340,2	398,7	465,7	13,2	13,0	17,2	16,8
Ingresos impositivos	256,1	283,7	337,3	396,5	12,7	10,8	18,9	17,5
Impuestos directos	82,0	98,7	117,6	135,7	13,4	20,4	19,1	15,4
Impuestos indirectos	174,1	185,0	219,7	260,8	12,4	6,3	18,7	18,7
Ingresos no impositivos	45,0	56,5	61,4	69,2	16,3	25,5	8,7	12,7
Tasas	22,5	32,3	37,7	35,5	21,6	43,5	16,7	— 5,8
Transferencias corrientes	8,6	8,7	9,0	11,4	30,3	1,2	3,4	26,7
Ingresos patrimoniales	13,7	15,4	14,3	22,1	5,4	12,4	— 7,1	54,5
Enajenación de inversiones reales	0,2	0,1	0,4	0,2	— 66,7	— 50,0	—	— 50,0
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	—
Ingresos financieros	2,9	23,9	20,0	8,6	— 38,3	—	— 16,3	— 57,0
Variación de activos financieros	0,7	0,8	1,0	0,8	— 30,0	14,3	25,0	— 20,0
Variación de pasivos financieros	2,2	23,1	19,0	7,8	— 40,5	—	— 17,7	— 58,9
TOTAL	304,0	364,0	418,7	474,3	12,4	19,7	15,0	13,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(a) Sobre el mismo concepto del año anterior.

(b) Previsiones iniciales presupuestarias.

(c) Tasa de crecimiento de las provisiones para 1973, sobre los ingresos obtenidos en 1972.

El crecimiento en los ingresos no financieros se debe a la mejora en la recaudación impositiva; en 1972, los ingresos impositivos crecen a un ritmo del 19 por 100, frente al 11 por 100 que alcanzaron en 1971, debiéndose esta mejora a la recuperación de los impuestos indirectos, ya que los directos mantienen la misma tónica de fuerte crecimiento que ya tenían el año anterior.

La acción desarrollada por el Ministerio de Hacienda para lograr un conocimiento mejor y más amplio de las bases imponibles y la mejora en los sistemas de evaluación, explica la fuerte dinámica recaudatoria mantenida por los impuestos directos en los últimos años. Buena prueba de ello es que ésta se centra en aquellos impuestos que se han visto afectados por acciones de este tipo: contribución urbana, rendimientos sobre el trabajo personal, generales sobre la renta y sucesiones; por el contrario, impuestos que, como el industrial o la contribución rústica, no se vieron afectados por ellas, acusan rendimientos mucho menores. Especialmente destacable es el caso del impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal, que

viene manteniendo ritmos de crecimiento superiores al 25 por 100 y que en 1972 supone ya casi un tercio de la recaudación por impuestos directos. Su sistema de recaudación, que hace más difícil la defraudación; la amplitud de su base, que abarca toda clase de remuneraciones, el mayor gravamen de los trabajadores manuales, que en 1975 habrán alcanzado el tipo del 14 por 100, y la mejora en la estimación de las bases para las profesiones liberales (aquellos con ingresos superiores al millón de pesetas quedan excluidos del régimen de evaluación global), son las causas que explican las altas tasas de crecimiento conseguidas en los últimos años, a las que hay que añadir en 1972 la recuperación de la economía.

Pero como ya se indicó, fue la recuperación experimentada por los impuestos indirectos la que motivó el mayor crecimiento de la recaudación por impuestos a lo largo de 1972. La favorable evolución de la coyuntura se reflejó en los impuestos de aduanas y, en menor medida, de transmisiones patrimoniales, mientras que impuestos como los de lujo y tráfico de empresas, que también deberían de ser muy sensibles a las variaciones de la coyuntura, no se vieron muy afectados por ésta al estimarse sus bases en régimen de convenio. Las rigideces de este sistema de determinación de las bases es la causa de que, por ejemplo, las tasas de crecimiento en la recaudación por los impuestos de lujo sean inferiores a las del consumo privado.

Cabe preguntar si esa acción hacia mejores estimaciones y conocimiento de las bases podría mantenerse a más largo plazo dentro de la estructura de nuestro actual sistema fiscal. Evidentemente, no parece que pueda continuarse mucho más tiempo por ese camino.

Si se quiere que el sector público pueda atender las crecientes necesidades que el desarrollo del país va demandando, es necesario un aumento de la presión fiscal que, más equitativamente distribuida, resuelva este problema de insuficiencia recaudatoria. Pero la reforma ha de plantearse también el problema de la flexibilidad del sistema fiscal y en este sentido sería deseable que el camino sugerido con la desgravación fiscal a la inversión pudiera terminar en una utilización de las modificaciones impositivas, como instrumento de política fiscal estabilizadora.

En cuanto a los pagos presupuestarios —véase cuadro II-22—, los créditos presupuestarios totales para 1972 fueron de 516.000 millones de pesetas (419.000 de presupuesto inicial, 33.000 de ampliaciones en el año y 64.000 por resultas de ejercicios anteriores). Se pretendía así que el crecimiento de los pagos fuese moderado y que el presupuesto jugase un papel neutro en el proceso de expansión. Como las ampliaciones en el año disminuyeron fuertemente con respecto a las del año anterior, a causa de la casi total desaparición de los créditos extraordinarios y suplementarios y a la caída en los créditos permanentes (incorporaciones que se hacen al presupuesto de ciertos créditos del presupuesto anterior), el total de créditos presupuestados aumentó solo un 11 por 100 con respecto a los del año anterior, cumpliéndose así los fines no expansivos señalados anteriormente.

Administración Central

Ejecución presupuestaria (a)

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas			Tasas de crecimiento		
	1970	1971	1972	1970	1971	1972
Presupuesto total (d)	389,5	463,0	516,0	12,8	18,9	11,4
Gastos corrientes (b)	257,6	308,9	335,4	15,6	19,9	8,6
Gastos de inversión (c)	131,9	154,1	180,6	7,6	16,8	17,2
Gastos autorizados (e)	358,9	439,8	493,5	11,6	22,5	12,2
Gastos corrientes (b)	243,6	296,7	320,6	14,1	21,8	8,1
Gastos de inversión (c)	115,3	143,1	172,9	6,6	24,1	20,8
Gastos dispuestos (f)	357,6	437,8	481,2	12,2	22,4	9,7
Gastos corrientes (b)	243,5	296,5	320,3	15,1	21,8	8,0
Gastos de inversión (c)	114,1	141,3	160,9	6,3	23,8	13,9
Obligaciones contraídas (g)	357,1	391,7	445,8	13,0	9,7	13,3
Gastos corrientes (b)	245,4	276,0	297,7	15,9	12,5	7,9
Gastos de inversión (c)	111,7	115,7	148,1	7,2	3,6	28,0
Pagos ordenados	321,5	387,0	441,9	10,9	20,4	14,2
Gastos corrientes (b)	224,9	272,2	295,1	13,0	21,0	8,4
Gastos de inversión (c)	96,6	114,8	146,8	6,4	18,8	27,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) Comprende el presupuesto del año y las resultas de años anteriores. Excluidos los correspondientes a anexo, apéndice, adicional, por cuenta de las corporaciones locales y los de Tesorería.
- (b) Comprende sueldos y salarios, compra de bienes y servicios, intereses y transferencias corrientes.
- (c) Comprende los de capital (inversiones reales y transferencias de capital) y los financieros (variación de activos y variación de pasivos).
- (d) Presupuesto del año (inicial más ampliación en el mismo), más resultas de ejercicios anteriores.
- (e) Reservas de fondos que se realizan a petición de los Ministerios correspondientes.
- (f) Corresponde a la fase de contratación.
- (g) Se contrae la obligación de pago tras la aprobación de la obra ya entregada o de la recepción del bien o servicio correspondiente.

Esa contención no impidió a las autoridades impulsar el crecimiento del gasto de inversión que, traducido en un fuerte aumento de la contratación de obras públicas, trataba de reanimar al sector de la construcción. En el cuadro II-22 puede verse cómo a lo largo de todas las fases de ejecución presupuestaria, la prioridad dada a los gastos de inversión obligó a controlar los ritmos de crecimiento de los gastos corrientes, para así mantener un desarrollo presupuestario dentro de los límites moderados preestablecidos. Llama, no obstante, la atención una cierta contención a nivel de los gastos dispuestos (mientras que en 1971 los gastos no dispuestos fueron solo de 2.000 millones, en 1972 pasaron a 13.000 millones), dándose además la circunstancia de que son los gastos de inversión los causantes de la misma. Parece como si las autoridades hubieran tratado de moderar algo el crecimiento del gasto en esta fase fundamental de la ejecución del presupuesto, pero poco más puede decirse al no contar con estadísticas mensuales de las disposiciones de gasto.

Dentro de los pagos realizados (cuadro II-23), última fase en la ejecución del gasto, los pagos no financieros crecieron un 14 por 100, siendo los pagos corrientes la causa de este moderado ritmo de crecimiento, pues los de capital alcanzaron una tasa del 26 por 100.

CUADRO II-23

Administración Central

Pagos realizados (a)

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (b)			
	1970	1971	1972	1973 (c)	1970	1971	1972	1973 (d)
Pagos no financieros	296,2	356,7	407,7	461,7	9,9	20,4	14,3	13,2
Operaciones corrientes	213,9	258,1	284,0	329,5	11,8	20,7	10,0	16,0
Personal	123,7	140,1	158,2	185,1	9,5	13,2	12,9	17,0
Compra de bienes y servicios	21,2	24,0	27,3	31,5	16,5	13,2	13,7	15,4
Intereses	5,2	4,1	6,9	8,2	— 7,1	— 21,1	68,3	18,8
Transferencias corrientes	63,8	89,9	91,6	104,7	17,1	40,9	1,9	14,3
Operaciones de capital	82,4	98,5	123,7	132,2	5,4	19,5	25,6	6,9
Inversiones reales	44,3	57,0	59,7	61,8	13,3	28,7	4,7	3,5
Transferencias de capital	38,1	41,5	64,0	70,4	— 2,5	8,9	54,2	10,0
Pagos financieros	7,6	7,1	10,8	12,6	16,9	— 6,6	52,1	16,7
Variación de activos financieros	4,4	4,8	6,0	5,1	18,9	6,2	25,0	— 15,0
Variación de pasivos financieros	3,2	2,3	4,8	7,5	14,3	— 28,1	108,7	56,2
TOTAL	303,8	363,8	418,5	474,3	10,1	19,7	15,0	13,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) Estimación de los pagos realizados, de acuerdo con una clasificación económica en base a las cifras de pagos ordenados. Se excluyen los pagos de las secciones anexo, apéndice y adicional. Incluyen los pagos por resultados.
- (b) Sobre igual concepto del año anterior.
- (c) Previsiones iniciales presupuestarias.
- (d) Tasa de crecimiento de los pagos previstos en 1973 sobre los realizados en 1972.

Entre los pagos corrientes, los de personal y compra de bienes y servicios crecieron de forma similar a la del año anterior, mientras que las transferencias corrientes prácticamente no aumentaron a lo largo de 1972. Aun cuando el objetivo del Ministerio de Hacienda de reducir los niveles de subvenciones esté empezando a dar resultados, no parece que sea esta la causa de su contención en este año. En efecto, las previsiones iniciales para este concepto en 1972 superaban a las realizaciones en un 15 por 100, por lo que parece más bien que fue una decisión administrativa tendente a mantener bajos los ritmos de crecimiento de los pagos corrientes la causa de su nulo crecimiento. Buena prueba de lo anterior es que en el presupuesto para 1973, las transferencias corrientes aumentan en un 15 por 100, respecto a las previsiones para 1972, y un 30 por 100, si lo comparamos con las realizaciones de dicho año. Parece fun-

damental que si se quiere someter los gastos corrientes a unos ritmos de crecimiento tolerables sea necesario, dado el incremento que el aumento de retribuciones a los funcionarios públicos va a suponer en los mismos, que el Ministerio de Hacienda prosiga en su labor de racionalizar las transferencias, eliminando aquéllas que ya no tienen justificación.

El fuerte ritmo de crecimiento de los pagos no financieros de capital se debió al extraordinario incremento que experimentaron las transferencias de capital (un 54 por 100), pues las inversiones reales crecieron únicamente un 3,5 por 100. El movimiento de estos dos conceptos a lo largo del año no fue paralelo, ya que las inversiones reales crecieron más acentuadamente en el primer semestre del año para luego disminuir muy fuertemente, mientras que las transferencias de capital crecieron con más intensidad en el segundo semestre.

Para el año 1973, las autoridades trataron de diseñar un presupuesto que no añadiese nuevos impulsos a la coyuntura. Se prevé que los gastos no financieros aumenten un 14 por 100 durante el año y dentro de éstos, los corrientes aumenten un 16 por 100 y los de inversión, un 11 por 100. El presupuesto de este año difiere del presupuesto de 1972 en que la moderación del mismo se consigue, básicamente, a costa de frenar los gastos de inversión. Puede suponerse que la cifra prevista de gastos corrientes es baja, ya que los gastos de personal posiblemente resulten insuficientes, dado el aumento de retribuciones a los funcionarios públicos y fuerzas armadas.

Si al presupuesto inicial para 1973 se le suman las resultas de años anteriores (prescindiendo de las ampliaciones que se hagan durante el año, que no pueden conocerse hasta que éste finalice), se ve que los gastos previstos totales (presupuesto inicial, más resultas) aumentan un 9,2 por 100, con respecto al mismo concepto del año anterior, desglosándose este crecimiento entre un 11,3 por 100 para los gastos corrientes y un 5,2 por 100 para los de inversión. La importante reducción de las resultas, debida a que el período de ampliación del presupuesto es ya solo el mes de enero y, por lo tanto, se han podido contraer menos obligaciones en el mismo, es la causa de los pequeños ritmos de crecimiento antes señalados. Queda únicamente lo que supongan las ampliaciones de créditos a lo largo del año y, si como antes se apuntaba, los gastos de personal previstos resultan insuficientes, habrán de instrumentarse los créditos extraordinarios y suplementarios necesarios. Esto puede hacer que el gasto previsto total (considerando ahora también las ampliaciones de créditos) alcance un ritmo de crecimiento en torno al 12 por 100 a lo largo del año.

Por lo que se refiere a los ingresos (comparándolos con los efectivamente realizados en 1972), se prevé un crecimiento de un 16,8 por 100 para los no financieros (17,5 por 100, para los ingresos impositivos, y 12,7 por 100, para los no impositivos); dentro de los ingresos por impuestos, los indirectos mantienen la misma tasa del año anterior y se reduce algo la de los directos. El efecto que tendrá la desgravación fiscal a la inversión, acordada a finales de

1971, en la recaudación de los impuestos industrial y de sociedades, es la causa de esa pequeña desaceleración prevista en los impuestos directos.

El paso de los años desde la reforma fiscal de 1964 muestra cómo el grado de presión fiscal permanece sin variación importante en este período, aun cuando se vaya manifestando una tendencia muy lenta hacia un mayor peso de los ingresos impositivos y, dentro de ellos, hacia una mayor participación de la recaudación por impuestos directos, explicable, como ya se ha dicho, por las mejoras conseguidas en los sistemas de determinación de las bases; por el contrario, los impuestos indirectos, ligados a sistemas de estimación objetivos, van perdiendo importancia relativa dentro del total.

En cuanto a la evolución del gasto público, se acusa una tendencia a la reducción del porcentaje que los gastos de inversión suponen sobre el total. Sería conveniente no continuar más por este camino, pues el grado de desarrollo en que se encuentra el país precisa, cada vez con mayor urgencia, de inversiones encaminadas a potenciar y ampliar el capital humano disponible y a impedir que una infraestructura inadecuada dificulte el ritmo de crecimiento a largo plazo; y es el sector público el que ha de encargarse de asumir esta tarea. La creciente atención exigida por la satisfacción de las necesidades colectivas es el más sólido argumento en favor de una reforma fiscal.

1.5. Sector exterior.

El reajuste de paridades acordado en Wáshington en diciembre de 1971 y la ampliación de las bandas de oscilación alrededor del tipo central, han introducido un grave problema de valoración de la balanza de pagos y de comparación entre el período anterior y posterior a dicho acuerdo. Cualquier solución a este problema ha de ser insatisfactoria y no dejará de tener sus inconvenientes; sin embargo, la claridad de la exposición y la necesidad de mantener un criterio para enfrentarse a estos problemas en el futuro (de hecho, la nueva devaluación del dólar de febrero de 1973 replantea la cuestión) exige decidir en qué unidad de cuenta deberían expresarse las transacciones con el exterior. Después de ponderar las ventajas e inconvenientes de las distintas alternativas —valoración en dólares, D. E. G. o pesetas—, parece que la más correcta y más fácil de mantener en el futuro es la consistente en expresar todas las transacciones en pesetas.

A pesar de lo anterior, la presentación y análisis de la balanza de pagos de 1971 y 1972 se van a expresar en D. E. G., y esto por varias razones. La primera y fundamental es que tanto en la crisis de diciembre de 1971 como en la de febrero de 1973, la peseta no modificó su paridad respecto a los D. E. G., manteniéndose la original de 70 pesetas por D. E. G.; por ello, las comparaciones entre las cifras expresadas en pesetas y en D. E. G. son equivalentes. Además,

la balanza de pagos expresada en D. E. G. tiene los mismos órdenes de magnitud que la balanza de pagos expresada en dólares —a los que cualquier lector estará acostumbrado— y se facilitan las comparaciones a nivel internacional, dado que muchos países y los organismos internacionales ofrecen las balanzas de pagos valoradas en D. E. G.

Las cifras y comparaciones que se expongan en este apartado se refieren, pues, a las magnitudes valoradas en D. E. G. No obstante, esta regla general tendrá dos excepciones. Primera: el análisis del comercio exterior se hará con las cifras expresadas en pesetas. La razón es que la Dirección General de Aduanas proporciona las cifras directamente en pesetas y hay un problema de conversión de pesetas a D. E. G. motivado por el hecho de que la Dirección General de Aduanas no aplicó hasta el mes de mayo las nuevas paridades acordadas en diciembre de 1971 para obtener las cifras en pesetas (1). La segunda excepción se refiere a las cifras sobre reservas, que se expondrán valoradas en dólares, para no alterar los criterios de información del Banco de España-I. E. M. E.

Después de estas consideraciones, inevitables por las alteraciones del sistema monetario internacional, se entra ya en el análisis de la balanza de pagos.

La balanza de pagos.

Los resultados globales de la balanza de pagos en 1972 expresan elocuentemente la firme posición que mantiene el sector exterior. Hasta ahora, el ligero superávit corriente del año 1970 —78 millones de D. E. G.— y el más importante de 1971 —856 millones de D. G. E.— se habían producido en condiciones de debilidad de la demanda interior. Faltaba una fase de expansión como la de 1972 que pusiese a prueba la solidez de la balanza de pagos y la permanencia de las características que configuran la actual estructura de las relaciones con el exterior. La experiencia en este sentido ha sido concluyente. La solidez de la balanza no es meramente transitoria ni la situación excedentaria está condicionada, en las actuales circunstancias, a una economía deprimida. De la evolución conjunta de la economía y el sector exterior se deduce que puede proseguir el crecimiento a un ritmo fuerte, sin que sean previsibles a medio plazo dificultades de balanza de pagos. Esto no significa, sin embargo, que la persistencia de un superávit por cuenta corriente pueda considerarse deseable en el actual estadio de desarrollo de la economía española. Ni que la apreciación de los resultados de la balanza de pagos pueda desligarse de la consideración del excesivo grado de protección comercial con que están lográndose esos resultados.

(1) Esto plantea un problema adicional, que ha sido resuelto para las importaciones y exportaciones totales (cifras de balanza de pagos), pero no para niveles más desagregados. Según las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España, hasta el mes de mayo, tanto las importaciones como las exportaciones expresadas en pesetas estuvieron sobrevaloradas. Ello ha de tenerse en cuenta para interpretar correctamente la evolución de estas magnitudes a lo largo del año.

Balanza de Pagos

Saldos

	1971 Millones de dólares (D. E. G.)	1972 Millones de dólares (D. E. G.)	1972 Millones de dólares
1. Importaciones	4.577	5.587	6.066
2. Exportaciones	2.978	3.511	3.812
3. Balanza Comercial (1+2)	— 1.599	— 2.075	— 2.254
4. Servicios	1.688	1.886	2.050
5. Bienes y Servicios (3+4)	89	— 187	— 204
6. Transferencias	767	799	867
7. Balanza por cuenta corriente (5+6)	856	612	663
8. Capital privado	602	848	987
9. Capital público	— 102	— 3	— 3
10. Capital a largo plazo (8+9)	500	845	934
11. Balanza Básica (7+10)	1.356	1.457	1.598
12. Errores y omisiones	— 97	— 39	— 86
13. Capital a corto plazo (a)	—	— 44	— 48
14. Contrapartida D. E. G.	42	42	46
15. Variación saldo pesetas convertibles	142	76	110
16. Diferencias valoración	—	— 115	152
17. Variación reservas (incremento, —)	— 1.442	— 1.377	— 1.772

FUENTE: Ministerio de Comercio.

(a) En 1971, incluido dentro de errores y omisiones.

La recuperación de la economía, con sus efectos sobre las importaciones y exportaciones, redujo el superávit corriente de 1971 en 244 millones de D. E. G., situándolo en 612 millones de D. E. G. para 1972. El déficit comercial empeoró en 476 millones de D. E. G., como consecuencia de la expansión de las importaciones en un 22 por 100 y de un crecimiento de las exportaciones en un 18 por 100 (cifras de balanza de pagos). Este empeoramiento fue parcialmente compensado por las mejoras del saldo de la balanza de servicios en 198 millones de D. E. G. y del saldo de transferencias en 32 millones de D. E. G.

Al excedente de cuenta corriente vinieron a sumarse en 1972 unas entradas netas de capital privado a largo plazo excepcionales de 848 millones de D. E. G. (es decir, prácticamente, 250 millones más que en 1971) y una disminución del saldo negativo del capital público a largo plazo, que ha pasado de 100 millones de D. E. G., en 1971, a tres, en 1972. Todo ello ha determinado en 1972 que el superávit de la balanza básica fuese de 1.457 millones de D. E. G., es decir, 100 millones superior al excedente, ya extraordinario, de 1971.

Los incrementos de divisas que, como consecuencia de dicho superávit, se produjeron a lo largo de 1972 —1.772 millones de dólares—, situaron la posición de reservas al final del año en 5.006 millones de dólares.

El inquieto año internacional se ha traducido en algunos momentos en movimientos especulativos sobre la peseta, que si para el conjunto del año no han revestido importancia, en las fases más agudas de las crisis preocuparon a las autoridades monetarias por las repercusiones que tenían sobre la liquidez interior. Como ya se ha indicado en el Capítulo I de este Informe, el deseo de paliar tales problemas ha llevado a las autoridades a adoptar un conjunto de medidas relativas a los depósitos en pesetas convertibles, encaminadas a desalentar la especulación y esterilizar sus efectos monetarios en el interior. La cifra de errores y omisiones, para terminar, no puede considerarse importante para el volumen que ha llegado a adquirir la balanza de pagos española.

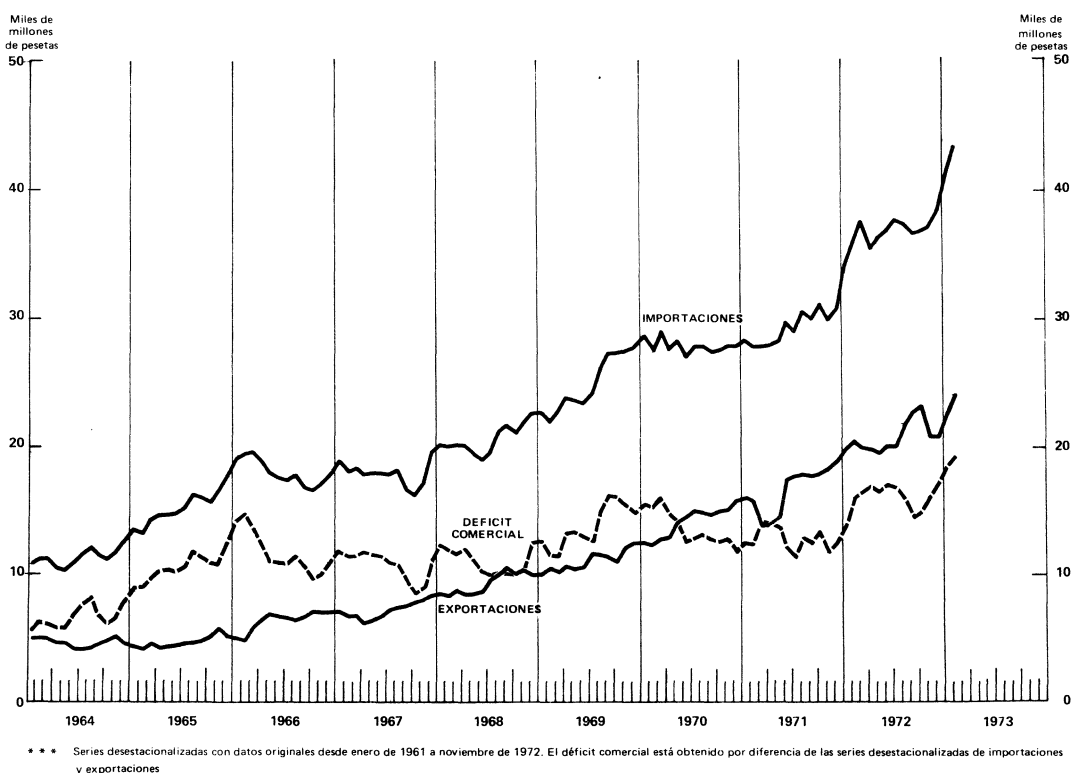
Importaciones.

La estrecha relación existente en la economía española entre la evolución de la coyuntura interna y las importaciones volvió a ponerse de manifiesto en 1972. En este año, las importaciones, después de haber permanecido prácticamente estancadas desde finales de 1969, alcan-

GRAFICO II-9

Comercio exterior ***

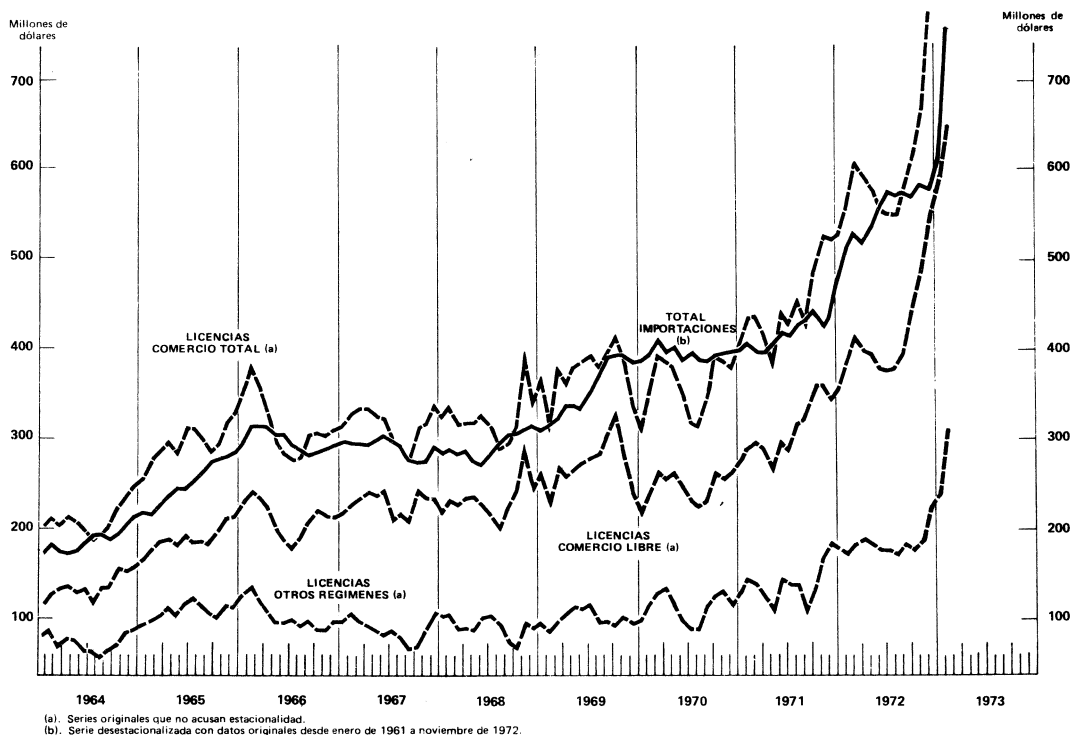
Medias móviles trimestrales



zaron, según cifras de la Dirección General de Aduanas (valores CIF), un valor de 437.566 millones de pesetas que, frente a los 347.144 millones de 1971, supusieron un incremento del 26 por 100. Dicho crecimiento no puede ser atribuido al abaratamiento de los productos extranjeros que trajo consigo la revaluación de la peseta frente al dólar en el reajuste de paridades de diciembre de 1971. En primer lugar, porque la revaluación media de la peseta, ponderada por el comercio exterior de España, fue bastante pequeña, y, además, porque las variaciones en los precios relativos producidas por modificaciones en los tipos de cambio no dejan sentir sus resultados hasta transcurrido un plazo bastante largo. No obstante, las expectativas de revaluación de la peseta debieron de afectar a las importaciones en el sentido de aplazar para los primeros meses de 1972 parte de las que deberían haberse realizado en los últimos

GRAFICO II-10

Licencias de importación Medias móviles trimestrales



meses de 1971, como parece confirmarlo la evolución de la curva de licencias de importación, que, según muestra el gráfico II-10, se aleja mucho de la curva de importaciones en los momentos de fuerte tensión monetaria internacional. Esto induce a pensar que en estas ocasiones, y cuando no existe coste apreciable en la operación, los importadores continúan

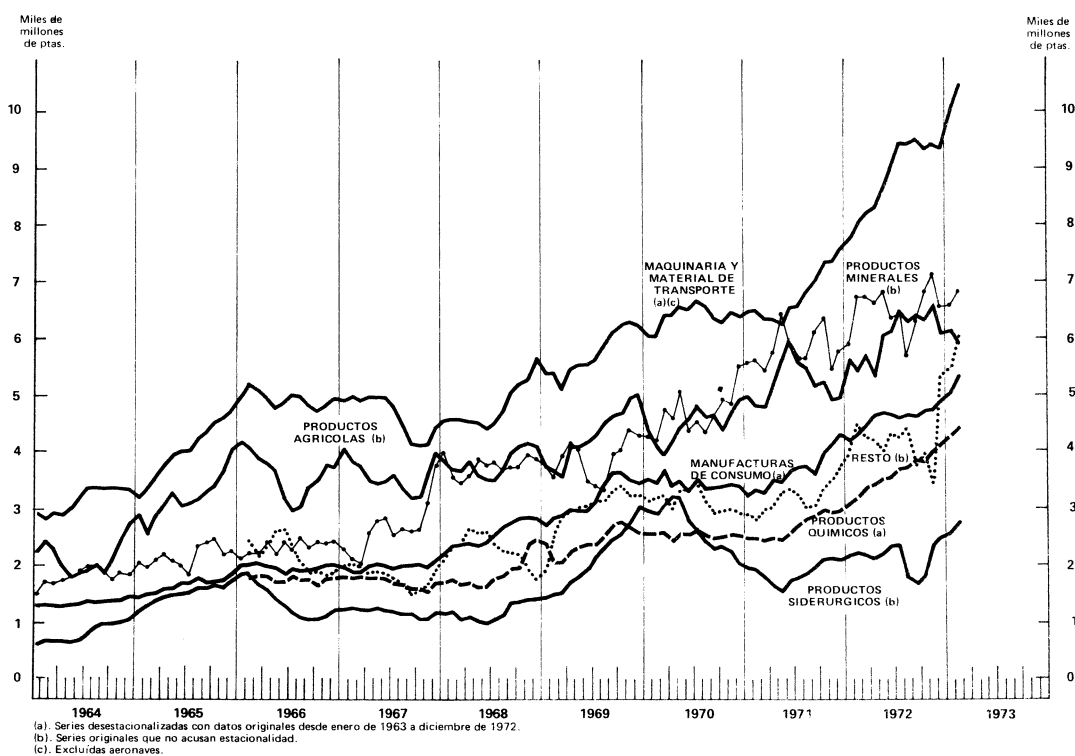
solicitando licencias, que mantienen sin utilizar en espera del cese de las causas que motivaron el retraso de sus importaciones, por lo que, con carácter general, cabe afirmar que un incremento de las licencias de importación puede no traducirse en un impulso inmediato de las importaciones efectivas (1).

Debido a estos desplazamientos y a los problemas de valoración ya comentados anteriormente, el primer trimestre de 1972 presentó un crecimiento de las importaciones seguramente exagerado. Suavizando las altas tasas de este período para eludir ambos problemas, la evo-

GRAFICO II-11

Estructura de las importaciones

Medias móviles trimestrales



- (1) Las licencias normalmente deben estar por encima de las importaciones, puesto que algunas autorizaciones no llegan a realizarse y preceden, además, a las importaciones, siendo ambas variables casi continuamente crecientes. Sin embargo, en el año 1970, cuando las licencias implicaban el coste financiero del depósito previo, se situaron sistemáticamente por debajo de las importaciones. Durante ese año, en la medida de lo posible, las importaciones se realizaron con cargo a las licencias ya autorizadas.

lución de las importaciones a lo largo del año se compuso de un fuerte crecimiento hasta el mes de julio —la media de las importaciones en el semestre fue de 36.500 millones de pesetas, mientras que la media de 1971 fue de 28.900—, seguido de un estancamiento hasta noviembre y de nuevos incrementos a partir de dicha fecha. Las menores tasas de crecimiento de la economía en la segunda mitad del año vinieron así a reflejarse en la marcha de las importaciones. Este fenómeno se agudiza particularmente en el caso de las importaciones de bienes de capital para la industria, cuyo crecimiento sostenido desde el último trimestre de 1971 se estancó en agosto hasta el final de 1972 en torno a 6.500 millones de pesetas. Su crecimiento para el total del año fue de un 29 por 100, al que vinieron a sumarse la evolución de las importaciones de aeronaves, que fueron superiores en 7.000 millones de pesetas a las de 1971, y el fuerte aumento de las del resto de los bienes de capital con destino a transportes y servicios, que crecieron un 33 por 100. Como resultado de todo ello, e incluyendo los bienes de capital con destino a la agricultura, el total de las importaciones de bienes de capital registró en 1972 un crecimiento muy fuerte, del orden del 39 por 100.

Todos los demás grupos, con excepción de las importaciones de combustibles, que solamente crecieron un 9 por 100, reflejaron el auge de la coyuntura. Las de materias primas crecieron un 25 por 100, es decir, al mismo ritmo aproximado que la media, constituyendo sus renglones más importantes las importaciones de minerales metalúrgicos —cuyo fuerte incremento (38 por 100) fue consecuencia de la extraordinaria situación por la que ha pasado la industria siderúrgica y de la consiguiente escasez interior de materias primas— y las de pieles en bruto con destino a la industria del calzado, que crecieron un 97 por 100. Dentro de los productos alimenticios, las importaciones con mayores aumentos fueron las carnes, debido a la disminución en la producción de carne bovina en 1972, y azúcar (238 y 195 por 100, respectivamente), habiendo disminuido las de maíz en un 17 por 100, que dejaron así de ser el primer renglón de este grupo. No hay que olvidar, por otro lado, que las alzas registradas tanto en las importaciones de alimentos como en las de materias primas están recogiendo también el efecto del enorme crecimiento de los precios internacionales de estos productos durante 1972. Por último, las manufacturas de consumo, que han mostrado un crecimiento uniforme a lo largo del año, aumentaron en un 33 por 100 sobre el nivel de compras en 1971.

Exportaciones.

Las exportaciones, según datos de la Dirección General de Aduanas, alcanzaron en 1972 un valor de 245.000 millones de pesetas, lo que representa una tasa de aumento sobre el año anterior del 19,2 por 100, algo menor que la registrada en 1971 y la más baja de los últimos cuatro años. No obstante, habiendo sido 1972 un año fuerte de recuperación de la demanda interna y de incertidumbre monetaria, y teniendo en cuenta las altas cifras a las que se había llegado en los años precedentes, no puede considerarse 1972 como un año débil, desde el punto de vista de las ventas al extranjero. Por el contrario, a la vista de la favorable evolución de algunos productos, puede afirmarse que el mercado exterior ha dejado de ser, en cierta

medida, un mercado residual, aunque no quepa duda de que la situación de la demanda interna desempeña un papel importante en el desarrollo de las exportaciones, como se ha mostrado en páginas anteriores. La nueva revaluación en febrero de 1973 de la peseta frente al dólar no dejará de erosionar en alguna medida la posición exportadora española en algunos productos y mercados a plazo medio.

La pérdida de ritmo de las exportaciones ha venido producida por la disminución en la tasa de crecimiento de las exportaciones no agrícolas (31,6 por 100, en 1971, frente a un 24,4 por 100, en 1972), ya que las agrícolas aumentaron exactamente en el mismo porcentaje del año anterior (8 por 100). En valores absolutos, aquéllas alcanzaron 175.105 millones de pesetas, mientras que éstas fueron de 70.109 millones de pesetas.

CUADRO II-26

Exportaciones: Composición porcentual por grupos de productos

Porcentajes

	1968	1969	1970	1971	1972
1. Productos alimenticios	36,4	33,1	34,9	30,6	27,8
2. Energía, combustibles y lubricantes	8,6	6,4	5,5	4,3	3,6
3. Mat. primas y productos intermedios	21,8	21,1	20,1	21,2	21,4
4. Bienes de capital	14,4	16,9	18,1	19,6	20,1
5. Bienes de consumo	18,8	22,5	21,4	24,3	27,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

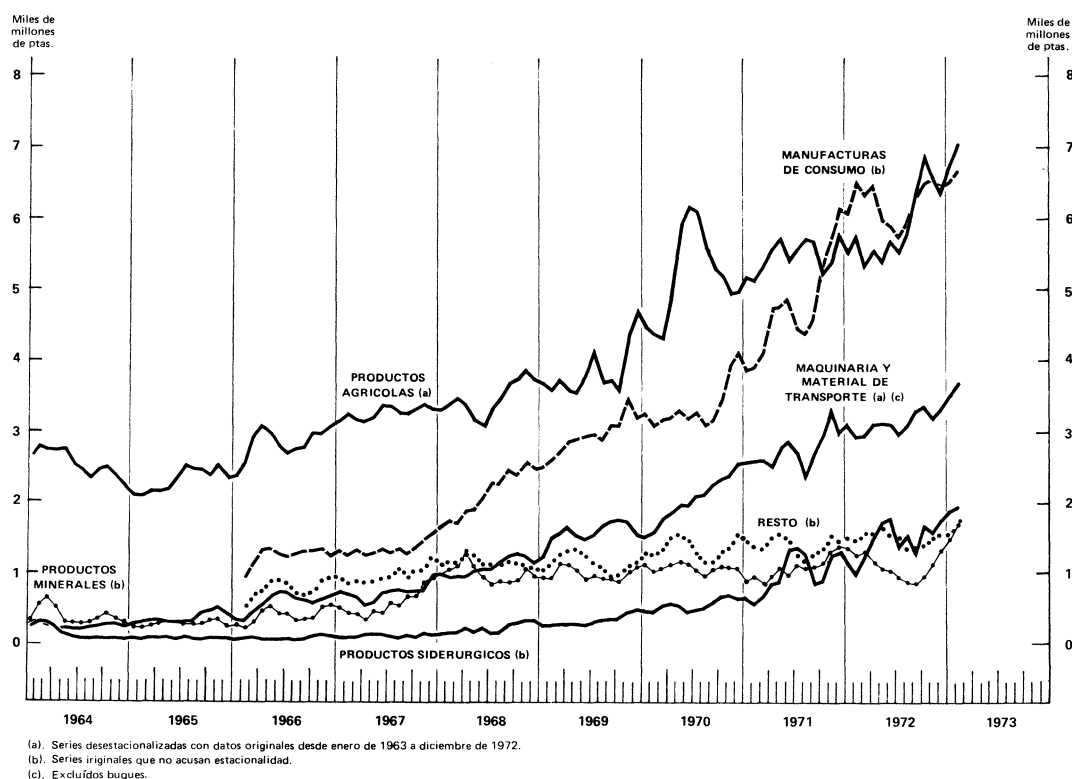
Según se desprende del cuadro II-26, las ventas al exterior de productos alimenticios continuaron en 1972 perdiendo importancia relativa dentro del conjunto de las exportaciones, en beneficio de las de bienes de capital y de las manufacturas de bienes de consumo, que, al igual que en años anteriores, fueron las que registraron mayores incrementos. Las exportaciones de manufacturas de consumo han alcanzado casi a las de productos alimenticios en valores absolutos (66.000 millones de pesetas), siendo de destacar, dentro de aquéllas, el enorme crecimiento de las exportaciones de calzado (41 por 100), que en 1972 supusieron 17.631 millones de pesetas, constituyendo así el segundo capítulo más importante del arancel. Dentro de los productos alimenticios, los aumentos más acusados se registraron en las bebidas, frutas y pescados, siendo de destacar el descenso de las exportaciones de aceite (—5,7 por 100) debido, en su mayor parte, a la mala cosecha 1971-1972 y a que los altos precios interiores desanimaron la búsqueda de mercados en el extranjero. Las ventas al exterior de bienes de capital aumentaron en un 21,8 por 100, cifra muy inferior a la de los últimos cuatro años, lo cual es consecuente con la fuerte actividad inversora desarrollada en el interior. Las exportaciones de barcos fueron de 16.700 millones de pesetas, un 59 por 100 superiores al año anterior, mientras que las exportaciones de maquinaria, por las razones ya apuntadas, han

crecido bastante poco, un 6,4 por 100. Las exportaciones de materias primas y semimanufacturadas han presentado un crecimiento superior a la media, siendo el hierro y el acero los productos de mayor crecimiento hasta alcanzar un valor de 17.200 millones de pesetas. Por último, las exportaciones de energía, combustibles y lubricantes, que están prácticamente estancadas desde 1968, han mantenido la misma tónica, incrementándose en un modesto 1 por 100 en el último año.

La distribución geográfica de las exportaciones no varió sensiblemente en 1972. Europa mantiene estable su participación en torno al 59 por 100, en el total de nuestras exportaciones. El Mercado Común es el primer cliente, aunque en este año sus compras en España aumentaron en un porcentaje inferior a la media, habiendo disminuido las de productos alimenticios en un 4 por 100. Por segundo año consecutivo Estados Unidos —que es el mayor importador de manufacturas de consumo españolas, absorbiendo un tercio de las exportaciones de estos productos— presentó la mayor tasa de crecimiento en la compra de exportaciones, registrándose incrementos muy fuertes en todos los grupos de productos, salvo en el de materias primas y productos intermedios. Esto parece indicar que la revaluación de 1971 no surtió efectos inmediatos. Por lo demás, hay que señalar que la tasa de crecimiento de las exportaciones españolas fue en todos los países menor que el año pasado, con la única excepción del grupo de la E. F. T. A.

El comportamiento de las exportaciones totales a lo largo del año presenta una evolución muy semejante en todos los grupos, según puede observarse en el gráfico II-12. La tendencia de fuerte crecimiento de los últimos meses del año 1971 persistió en los primeros meses de 1972, situándose posteriormente, hasta julio, alrededor de una media mensual del orden de 20.000 millones de pesetas, para incrementarse en los tres meses siguientes y volver a disminuir a finales de año, debido a la flexión de las exportaciones de manufacturas y bienes de capital. En los primeros meses de 1973 se hace patente, no obstante, una aceleración de las exportaciones motivadas, en su mayor parte, por el crecimiento de las de los productos agrícolas. Por su parte, las exportaciones de bienes de consumo, que desde la mitad de 1971 venían creciendo a unos ritmos muy elevados, se estancaron durante la primera mitad de 1972. Esto parece indicar que en 1971 se produjeron adelantos en las ventas, ante el temor de cambios de paridades, lo que se evidencia en las fuertes cancelaciones de cobros anticipados observadas en el primer trimestre. Hay que tener en cuenta que la tercera parte de estas exportaciones tienen por destino Estados Unidos, país que veía entonces muy amenazada su moneda. A fines de 1972 se observó una clara desaceleración de las tasas de crecimiento de las exportaciones de estos bienes, que, de mantenerse, sería síntoma de un grave problema, ya que la última revaluación de la peseta frente al dólar puede haber creado dificultades a este sector, tradicionalmente muy competitivo, debido a los costes relativamente bajos de la mano de obra. Las exportaciones de maquinaria y material de transporte acusaron en la primera mitad del año 1972 el auge inversor de la economía, comenzando a recuperarse en la segunda parte del año como reflejo de la relativa desaceleración de la inversión.

Estructura de las exportaciones Medias móviles trimestrales



Balanza de servicios y transferencias.

En 1972, los ingresos por turismo, contabilizados en dólares, experimentaron un aumento del 22 por 100, con relación al año anterior, mientras que contabilizados en D. E. G. dicho incremento fue tan solo de un 12,5 por 100. El aumento real ha de situarse, por tanto, entre estas dos cifras, más próximo seguramente a la segunda que a la primera, lo cual evidencia una cierta pérdida de ritmo en las entradas de divisas por este concepto. Dado que el turismo es el renglón más importante de la balanza de servicios, su desaceleración ha ocasionado que el saldo de ésta en 1972 fuera, en términos de D. E. G., solo un 12 por 100 superior al de 1971, cuando en los años anteriores se habían registrado incrementos bastante fuertes —37 por 100 en 1970 y 30 por 100 en 1971—. En términos absolutos, no se llegó a cubrir el déficit por mercancías, con lo que la balanza de bienes y servicios arrojó un saldo negativo de 187,2 millones de D. E. G.

Balanza por cuenta corriente

	1 9 7 1 Millones de dólares			1 9 7 2 Millones de dólares			1 9 7 2 Millones de D. E. G.		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario...	2.978,4	4.577,4	— 1.599,0	3.812,2	6.065,6	— 2.253,4	3.511,2	5.586,7	— 2.075,5
2. Servicios	2.972,8	1.285,0	1.687,8	3.777,0	1.726,6	2.050,4	3.478,8	1.590,5	1.888,3
Fletes, seguros y otros trans-									
portes	489,0	459,1	29,9	605,0	608,1	— 3,1	557,2	560,1	— 2,9
Fletes	114,3	278,7	— 164,4	149,9	371,1	— 221,2	138,0	341,8	— 203,8
Seguros	11,2	34,5	— 23,3	14,3	41,8	— 27,5	13,2	38,5	— 25,3
Pasajes	168,8	35,4	133,4	188,8	46,3	142,5	173,9	42,7	131,2
Otros transportes ..	194,7	110,5	84,2	252,0	148,9	103,1	232,1	137,1	95,0
Turismo y viajes	2.054,5	176,4	1.878,1	2.511,4	266,3	2.245,1	2.313,1	245,3	2.067,8
Rentas de inversión	108,3	256,9	— 148,6	164,7	339,2	— 174,5	151,7	312,5	— 160,8
Privadas	16,0	229,8	— 213,3	28,1	311,0	— 282,9	25,9	286,5	— 260,6
Públicas	92,3	27,6	64,7	136,6	28,2	108,4	125,8	26,0	99,8
Transacciones gubernamen-									
tales	70,2	69,5	0,7	89,7	99,7	— 10,0	82,6	91,8	— 9,2
Otros servicios	250,8	323,1	— 72,3	406,2	413,3	— 7,1	374,2	380,8	— 6,6
Seguros no comerciales...	27,3	35,0	— 7,7	41,4	45,9	— 4,5	38,1	42,3	— 4,2
Rentas de trabajo	7,6	0,3	7,3	31,0	0,3	30,7	28,6	0,3	28,3
Asistencia técnica	12,8	68,4	— 55,6	16,4	86,8	— 70,4			
Royalties, cánones y marcas...	4,1	86,6	— 82,5	4,3	112,7	— 108,4	307,5	338,2	— 30,7
Varios	199,0	132,8	66,2	313,1	167,6	145,5			
3=1+2. BIENES Y SERVICIOS...	5.951,2	5.862,4	88,8	7.589,2	7.792,2	— 203,0	6.990,0	7.177,2	— 187,2
4. Transferencias	808,6	41,3	767,3	952,7	85,7	867,0	877,5	79,0	798,5
Privadas	808,6	36,7	771,9	952,7	76,5	876,2	877,5	70,5	807,0
Públicas	—	4,6	— 4,6	—	9,2	— 9,2	—	8,5	— 8,5
5=3+4. TOTAL RENTA CORRIEN-									
TE	6.759,8	5.903,7	856,1	8.541,9	7.877,9	664,0	7.867,5	7.256,2	611,3

FUENTE: Ministerio de Comercio.

Este descenso en la tasa de crecimiento de los ingresos por turismo puede ser achacado tanto al hecho de que las cifras de los años anteriores habían sido muy altas, lo que exige evidentes esfuerzos para mejorarlas, como a la subida de los precios interiores, que han podido afectar al turismo extranjero de dos formas: por un lado, desviando al turismo potencial hacia otros países y por otro, induciendo una baja en los gastos medios en pesetas de los turistas, algunos de los cuales han tenido que hacer frente además a una peor situación en los cambios de su moneda. Como resultado de todo ello, el saldo por turismo fue de 2.068 millones de D. E. G. en 1972, un 10 por 100 superior al de 1971.

El saldo de fletes, seguros y otros transportes pasó de 29,9 a —2,9 millones de D. E. G., debido, en su mayor parte, al fortísimo incremento de los pagos por fletes marítimos (alrededor del 25 por 100), en un año de altas importaciones y al estancamiento de los pasajes, que arrojan este año el mismo saldo de 1971. Los pagos por rentas de inversiones privadas pasaron de 229,3 millones de D. E. G., en 1971, a 286,5 millones de D. E. G., en 1972, lo que supone un crecimiento del 25 por 100. El factor más importante de dicha subida fue el poderoso incremento de los pagos por rentas de inversiones de cartera, que casi se duplicaron como resultado del buen año registrado en la Bolsa, habiéndose llegado a cifras absolutas similares a las de los pagos por créditos financieros que tradicionalmente, debido al fuerte endeudamiento del sector privado español en el extranjero, constituían la partida más importante. Los ingresos por rentas de inversiones públicas continuaron su avance del año anterior, debido a los rendimientos de las reservas exteriores de divisas, en continuo aumento. Por último, y como ya se señalaba en el Informe anterior, el crecimiento de los ingresos por transferencias privadas ha registrado en 1972 una tasa sensiblemente inferior a la de los años anteriores, reflejo de una mejor situación en el mercado interno de trabajo durante el año y de un más alto nivel de desempleo en los países europeos. Las remesas de emigrantes arrojan en dicho período prácticamente la misma cifra del precedente, 552,5, frente a 550,25 millones de D. E. G., aunque el total de ingresos por transferencias privadas —que comprenden transferencias corrientes y de capital— aumentaron en un 8,5 por 100.

La balanza de capital a largo plazo.

El saldo de la balanza de capital a largo plazo registró durante 1972 un excepcional incremento que ha compensado, y superado en 100 millones de D. E. G., el descenso del excedente de la balanza por cuenta corriente. Dicho saldo (845,4 millones de D. E. G. ó 934,9 millones de dólares), que representa un incremento de casi el 70 por 100 sobre el de 1971, medido en términos de D. E. G., fue alcanzado tanto gracias a un gran aumento en el excedente de capital privado como a la drástica disminución de las salidas de capital público.

Dentro del primero, y por lo que a importación de capital extranjero se refiere, todos sus componentes experimentaron considerables aumentos, siendo cuantitativamente el renglón más importante el de las inversiones en inmuebles, que ya en 1971 habían superado a las

CUADRO II-25

Importaciones por zonas geográficas y grupos de productos

Millones de pesetas

	Productos alimenticios			Energía, combustible y lubricantes			Materias primas y productos intermedios			Bienes de capital			Bienes de consumo			T O T A L		
	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100
C. E. E.	6.901,8	6.013,6	— 12,9	2.749,8	3.327,1	+ 21,0	43.921,2	57.555,6	+ 31,0	46.928,1	60.694,3	+ 29,3	13.095,4	18.550,2	+ 41,7	113.596,3	146.140,8	+ 28,6
E. F. T. A.	4.170,0	6.522,3	+ 56,4	471,8	547,9	+ 16,1	25.738,0	32.000,8	+ 24,3	17.295,9	23.235,6	+ 34,3	7.225,6	8.473,3	+ 17,3	54.901,3	70.779,9	+ 28,9
U. S. A.	4.473,6	7.964,1	+ 78,0	4.990,0	4.281,6	— 14,2	26.639,9	29.159,0	+ 9,5	15.535,1	25.044,2	+ 61,2	2.361,4	2.911,6	+ 23,3	54.000,0	69.360,5	+ 28,4
A. L. A. L. C.	19.570,3	16.489,0	— 15,7	1.973,0	1.801,7	— 8,7	6.903,5	8.946,8	+ 29,6	88,7	128,1	+ 44,4	246,4	425,8	+ 72,8	28.781,9	27.790,9	— 3,4
Resto mundo	10.708,4	17.708,4	+ 65,4	46.805,1	53.144,2	+ 13,5	13.677,7	41.464,6	+ 30,9	3.260,9	6.250,9	+ 91,7	3.602,2	4.926,7	+ 36,8	96.134,7	123.493,8	+ 28,5
TOTAL	45.824,5	54.697,4	+ 19,4	56.989,7	63.102,5	+ 10,7	134.880,3	169.125,3	+ 25,4	83.108,7	115.353,1	+ 38,8	26.531,0	35.287,6	+ 33,0	347.414,2	437.565,9	+ 25,9

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

CUADRO II-27

Exportaciones por zonas geográficas y grupos de productos

Millones de pesetas

	Productos alimenticios			Energía, combustible y lubricantes			Materias primas y productos intermedios			Bienes de capital			Bienes de consumo			T O T A L		
	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100	1971	1972	Por 100
C. E. E.	29.759,6	28.512,2	— 4,2	4.140,4	4.350,8	+ 5,1	16.677,1	20.120,8	+ 20,6	12.762,7	14.640,0	+ 14,7	13.490,7	19.363,5	+ 43,5	76.830,5	85.987,3	+ 13,2
E. F. T. A.	14.243,7	16.614,5	+ 18,3	1.929,4	1.516,6	— 21,4	7.952,1	9.226,0	+ 16,0	5.711,8	8.258,5	+ 44,5	5.469,1	7.488,1	+ 36,9	35.306,1	43.333,7	+ 22,7
U. S. A.	6.712,0	8.839,7	+ 31,7	1.140,4	1.360,2	+ 19,3	4.924,0	4.436,3	— 9,9	2.851,3	3.035,7	+ 6,5	15.889,2	22.333,9	+ 40,6	31.516,9	40.005,8	+ 26,9
A. L. A. L. C.	2.225,5	2.193,2	— 1,5	26,1	15,7	— 39,8	3.141,1	3.635,1	+ 15,7	8.052,6	7.017,4	— 12,9	6.189,4	6.748,1	+ 9,0	19.634,7	19.609,5	— 0,1
Resto mundo	10.067,2	11.722,4	+ 16,4	1.570,6	1.356,1	— 13,7	10.852,6	15.109,6	+ 39,2	10.975,1	16.182,2	+ 47,4	8.892,1	10.608,1	+ 19,3	42.357,6	55.278,4	+ 30,5
TOTAL	63.008,0	68.112,0	+ 8,1	8.806,9	8.899,4	+ 1,1	43.546,9	52.527,8	+ 20,6	40.353,5	49.133,8	+ 21,8	49.930,5	66.541,7	+ 33,3	205.645,8	245.214,7	+ 19,2

Balanza de capital a largo plazo

Millones de dólares

	1 9 7 1 Millones de dólares			1 9 7 2 Millones de dólares			1 9 7 2 Millones de D. E. G. (neto)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Capital privado	1.094,0	492,3	€01,7	1.€09,8	€72,8	937,0	987,€	139,4	848,2
a) De extranjeros a España	1.088,9	367,9	721,0	1.596,9	524,7	1.072,2	987,6	—	
Inversiones directas	241,2	39,8	201,4	312,8	37,5	275,3	253,5	—	
Inversiones en cartera	62,9	37,5	25,4	145,7	112,4	33,3	30,7	—	
Inversiones en inmuebles	262,9	1,8	261,1	401,2	6,6	394,6	363,5	—	
Créditos comerciales import.									
y antici. (netos)	24,5	—	24,5	104,6	—	104,6	96,4	—	
Préstamos Eximbank	48,8	50,3	— 1,5	65,6	54,8	10,8	9,9	—	
Préstamos a empresas	448,6	238,5	210,1	567,0	313,4	253,6	233,6	—	
b) De españoles a extranjeros	5,1	124,4	— 119,3	12,9	148,1	— 135,2	—	139,4	
Inversiones directas	2,1	27,2	— 25,1	2,1	58,9	— 56,8	—	52,4	
Inversiones en cartera	0,7	1,0	— 0,3	0,9	0,5	0,4	—	— 0,4	
Inversiones en inmuebles	—	0,4	— 0,4	0,2	0,5	— 0,3	—	0,3	
Créditos comerciales export.									
y antici. (netos)	—	91,3	— 91,3	—	86,6	— 86,6	—	79,7	
Préstamos a empresas	2,3	4,5	— 2,2	9,7	1,6	1,6	—	7,4	
2. Capital público	40,4	142,3	— 101,9	96,0	99,1	— 3,1	13,9	16,7	— 2,8
Préstamos concedidos al Gobierno español	31,0	4,8	26,2	19,9	4,8	15,1	13,9	—	
Préstamos concedidos por el Gobierno español	3,8	6,5	— 2,7	1,0	2,8	— 1,8	—	1,6	
Otros préstamos y amortizaciones	5,6	131,0	— 125,4	75,1	83,7	— 8,6	—	7,9	
Cuotas organismos internacionales	—	—	—	—	7,8	— 7,8	—	7,2	
Reembolso saldos bloqueados	—	—	—	—	—	—	—	—	
TOTAL	1.134,4	€34,€	499,8	1.705,8	771,9	933,9	1.001,5	156,1	845,4

FUENTE: Ministerio de Comercio.

inversiones en empresas y que desde 1967 viene registrando incrementos sostenidos. En 1972, las entradas netas por este concepto han significado casi un 40 por 100 más que en 1971, aumento que hay que relacionarlo con el auge turístico, que estimula, de un lado, la inversión en inmuebles por empresas turísticas extranjeras y hace, de otro, que las liquidaciones se realicen a través de operaciones entre no residentes, que quedan, por lo tanto, fuera de la balanza de pagos, con lo que los pagos por ventas de inmuebles son siempre muy bajos.

Los créditos comerciales a la importación, que triplicaron su valor en un año de abundante liquidez interna, son reflejo no solo del fuerte incremento de las importaciones durante el mismo, sino también de la situación favorable de la peseta frente a otras monedas, que favoreció el endeudamiento de los importadores nacionales. Otra consecuencia que pudo derivarse de esta situación fue la disminución en el ritmo de amortizaciones, que, debido a las buenas condiciones internas, se había acelerado en 1971. La elevada cuantía tanto de entradas como de salidas de capital extranjero por inversiones en cartera, parece indicar que se ha utilizado la Bolsa como un medio de especulación a corto plazo, dado que la solidez de la peseta, en un contexto internacional muy incierto —sobre todo a partir de la segunda mitad de 1972—, y un año de clara tendencia alcista en las cotizaciones de los títulos, permitieron al inversor extranjero beneficiarse por doble motivo. Las inversiones directas, cuyas cifras más altas se registraron en el cuarto trimestre del año, resultaron ser un 25 por 100 superiores a las de 1971, incremento que hay que poner en relación con la fuerte actividad inversora interior. Los préstamos a empresas, en fin, deben gran parte de su movimiento a tres emisiones de obligaciones en el extranjero, que se materializaron en el primero y cuarto trimestres del año.

Las salidas de capital a largo plazo tuvieron en 1972 un resultado bastante similar al del año anterior, aunque sus componentes evolucionaron de modo distinto. De un lado, las inversiones directas en el extranjero, favorecidas por la postura más liberal de las autoridades españolas, han duplicado su valor de 1971, mientras que, de otro lado, los créditos por exportaciones disminuyeron en un 12 por 100. El hecho de que el aumento de las exportaciones en 1972 no se tradujera en un incremento neto de los créditos por este concepto hay que examinarlo a la luz de una mejor situación del mercado interior, en la que las empresas no se han visto obligadas a forzar la salida exterior de sus productos, no debiendo olvidarse tampoco el efecto de las amortizaciones de los cuantiosos créditos concedidos en 1971. Hay que señalar, además, que las expectativas sobre las cotizaciones en el mercado de cambios debieron desanimar las concesiones de créditos comerciales por parte de los exportadores españoles. Otro factor que influyó en el aumento del excedente neto de capitales a largo plazo fue la disminución del saldo negativo de capital público, que ha pasado de 103 a tres millones de dólares en 1971. Dentro de este apartado tuvieron importancia tanto el hecho de haberse producido una reducción en el ritmo de amortizaciones como la concesión de dos créditos, uno del Eximbank y otro del Banco Mundial, y la emisión de obligaciones del I. N. I. en septiembre de 1972.

Aunque el problema básico de la estructura actual de la balanza de pagos española hay que buscarlo en la persistencia del superávit por cuenta corriente y España se encuentra en una fase de desarrollo que ha de apoyarse lógicamente en importaciones netas de capital a largo plazo, los fortísimos excedentes de la balanza de pagos básica hacen pensar en la conveniencia de reducir el saldo neto del capital a largo plazo. Esto puede lograrse, como es obvio, por dos vías: facilitando las exportaciones de capital y desalentando las importaciones de capital. Durante los últimos meses se han dado algunos pasos en ambas direcciones.

El Decreto de 1 de marzo de 1973, sobre inversiones directas en el extranjero, y la Orden Ministerial de 23 de marzo de 1973, sobre adquisiciones de valores extranjeros por inversores institucionales, se orientan en la primera dirección.

El Decreto de 1 de marzo de 1973 sustituye en ciertos casos el régimen general de autorización previa a que están sometidas las empresas que desean desarrollarse en el extranjero, por una simple declaración de la operación proyectada y la introducción de un plazo dentro del cual la Administración puede vetar la inversión. Además, en cualquier caso, se faculta a ésta para condicionar la inversión al cumplimiento de determinados objetivos.

El nuevo sistema de libertad tiene un alcance restringido. Solo alcanza a las empresas con capital y reservas superiores a los 100 millones de pesetas y que sean titulares de la carta de exportador individual. Por otra parte, las inversiones en el exterior, que deben realizarse necesariamente en el mismo sector económico al que dedica su actividad en España la sociedad inversora, se limitan al 40 por 100 de su patrimonio social neto, quedando sujetas a previa autorización tanto la desinversión como la transferencia de los activos en los que se materializa la operación. En los demás casos, las empresas deben someterse a autorización previa de la Administración, dentro de la cual se efectúa una reordenación de competencias de forma que, en lo sucesivo, se atribuye la tramitación y conocimiento de los proyectos de inversiones directas en el exterior a la Oficina de Coordinación y Programación Económica (O. C. Y. P. E.), dependiente de la Presidencia del Gobierno, la cual eleva el expediente para su resolución a la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos.

La Orden Ministerial de 23 de marzo de 1973 inicia modestamente la regulación del acceso del ahorro nacional a los activos bursátiles extranjeros. Solo los fondos y sociedades de inversión mobiliaria quedan autorizados por dicha Orden para comprar y vender valores extranjeros, debiendo, además de estar inscritos en el registro, disfrutar sus títulos representativos de la consideración de cotización calificada y alcanzar su patrimonio los 100 millones de pesetas. El capital social mínimo de las sociedades gestoras de los fondos de inversión se cifra en 100 millones de pesetas, debiendo la participación española superar el 75 por 100. Como condiciones objetivas se requiere que las operaciones se realicen al contado y, precisamente, sobre valores admitidos a cotización oficial en las bolsas extranjeras designadas por la Dirección General de Política Financiera, limitándose la cuantía al 10 por 100 del patrimonio de las entidades compradoras, las cuales podrán alcanzar ese máximo en diez meses, mediante

adquisiciones graduales. Los títulos adquiridos solo pueden transferirse, dentro del territorio nacional, a otros fondos o sociedades de inversión mobiliaria.

El impacto máximo de la nueva Orden podría calcularse, en vista del patrimonio de los fondos a 31-1-1973, en unos 4.000 millones de pesetas, a los que habría que deducir los correspondientes a los pocos fondos con patrimonio inferior a los 100 millones. En cuanto a las sociedades de inversión mobiliaria, a pesar del crecimiento experimentado últimamente, el número de las que no cumplen los requisitos exigidos es mucho más considerable. Añadiendo otros 2.000 millones de pesetas a la cifra indicada más arriba, podría obtenerse una aproximación al efecto máximo que, en una primera fase, podrían tener las inversiones de cartera así asentadas sobre la balanza de pagos. Dentro de su modestia, la medida puede tener efectos beneficiosos sobre el mercado interior de capitales, ofreciendo una válvula de escape a las afluencias masivas de dinero a las bolsas, como las registradas en 1972 y en los primeros meses de 1973, ensanchando las posibilidades de elección de los inversores y contribuyendo a estabilizar los mercados, al proporcionar mayor liquidez en épocas de tensión y aumentar la oferta de papel en épocas de gran presión compradora.

En la segunda dirección antes apuntada, las autoridades han tendido a frenar las tomas de fondos de créditos financieros a largo plazo en el exterior, excepto cuando las condiciones de plazo e interés las hacían especialmente atractivas. En cuanto a las entidades concesionarias de la construcción, conservación y explotación de autopistas de peaje, un Decreto de 15 de febrero de 1973 las autorizaba para obtener financiación en el mercado interior de capitales, durante 1973, sin tener que mantener los porcentajes establecidos en los respectivos Decretos de adjudicación de concesiones sobre la financiación que deben obtener en el exterior.

No hay duda de que existen amplios márgenes de actuación sobre los saldos de la balanza de capital a largo plazo, especialmente por lo que se refiere a las exportaciones de capital favorecedoras de la actividad exportadora nacional y de la penetración de las empresas españolas en mercados extranjeros. Sin embargo, como ya se ha indicado antes, el problema básico de la estructura actual de la balanza de pagos viene dado por el excedente obtenido por cuenta corriente, que supone una transferencia de recursos reales al exterior inadecuada al estadio actual del desarrollo económico del país. Y el tema de la eliminación de ese excedente hay que examinarlo desde el punto de vista de la oportunidad que ofrece de reducir el excesivo grado de proteccionismo comercial y de obtener así efectos beneficiosos tanto para la estructura productiva como para alejar el umbral de las presiones inflacionistas en una economía que aspira a un rápido crecimiento económico.

1.6. La evolución monetaria.

Aunque los dos capítulos siguientes de este Informe se dedican a examinar con detalle la evolución monetaria y financiera de la economía, así como la utilización de los instrumentos

de política monetaria y las reformas introducidas en los mismos durante los últimos tiempos, quedaría gravemente incompleta la descripción de los avatares de la economía en 1972 sin una descripción, siquiera sucinta, de las características monetarias del período.

Las autoridades monetarias iniciaron en la segunda parte de 1971, cuando consideraron que la recuperación definitiva de la economía no podía estar ya lejana, una política de drenaje de liquidez encaminada a impedir que la próxima expansión fuera acompañada del formidable crecimiento de las magnitudes monetarias que la acumulación de activos líquidos en el sistema bancario —como contrapartida, básicamente, de los excedentes del sector exterior— hacía posible. La tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas del sistema se había situado cerca del 25 por 100 a lo largo de 1971 y el ritmo de expansión de la oferta monetaria, aunque bastante menos estable, se movía, en promedio, en torno a la misma cifra. Al mismo tiempo, los superávits de balanza de pagos habían permitido a la banca llevar su coeficiente efectivo de liquidez a un holgadísimo nivel cercano al 14 por 100, aproximadamente, en el otoño de dicho año. Todas las previsiones hacían esperar el mantenimiento de un fuerte excedente exterior en 1972, aun si la economía registraba un proceso interno de recuperación, y esto auguraba la persistencia de una actuación expansiva del sector exterior sobre las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria, así como una continua alimentación de la ya abundantísima liquidez bancaria. La intensificación de la demanda de crédito, inseparable de la recuperación, al activar tan fuerte potencial de expansión, introduciría un estímulo adicional que podía conducir la economía a un gravísimo desequilibrio monetario.

Había que aceptar, desde luego, que durante las primeras fases de la nueva expansión las magnitudes monetarias creciesen a ritmos muy altos; pero se aspiraba a que, superada esa etapa, dichos ritmos descendieran a valores moderados, compatibles con un rápido crecimiento de la economía en términos reales y tasas admisibles de alzas de precios. Por motivos de sencillez —sin compromisos con dogma monetarista alguno—, los objetivos se establecerían en términos de tasas anuales de crecimiento de las disponibilidades líquidas que implicaban, dadas las previsiones sobre el comportamiento de los sectores exterior y público, unos objetivos sobre el crecimiento del crédito; se estimaba que el objetivo razonable consistiría en llevar suavemente la tasa anual de expansión de las disponibilidades líquidas hacia el 20 por 100, aproximadamente, al concluir 1972, desde las cifras sustancialmente más altas que se registrarían durante la primera etapa de recuperación, para alcanzar una tasa anual de un 16 por 100 a mediados de 1973 (1).

(1) Obsérvese que las tasas anuales a que se refieren los objetivos son ritmos trimestrales de crecimiento elevados a tasa anual, que no implican alcanzar, en un año de desaceleración de las magnitudes monetarias, la tasa anual perseguida para el conjunto del año. (Por ejemplo, si la desaceleración de las magnitudes monetarias hubiera llevado a alcanzar la tasa anual de crecimiento de las disponibilidades líquidas del 16 por 100 en mayo de 1973, la tasa anual de incremento de dicha magnitud para el conjunto del año habría sido superior al 16 por 100.)

Para alcanzar tales objetivos referidos a las magnitudes monetarias básicas, las autoridades habrían de controlar la base monetaria del sistema —definida por el efectivo en manos del público, más los activos líquidos del sistema bancario (encaje, más márgenes disponibles de redescuento y pignoración)—; y dada la necesaria provisión pasiva de efectivo por el Banco de España en respuesta a la demanda del público, las autoridades habrían de centrar su atención en la regulación de los activos líquidos del sistema bancario.

Así, las autoridades monetarias iniciaron, al finalizar el verano de 1971, un intenso proceso de erosión de liquidez cuyo resultado fue que los activos líquidos del sistema bancario tendieron a estabilizarse, no volviendo a alcanzar, a lo largo de 1972, la cifra máxima de 202.800 millones de pesetas que habían registrado en septiembre de 1971, a pesar de la intensa actuación expansiva de los factores autónomos (especialmente del sector exterior) en el período. En sentido estricto, conviene distinguir dos subperíodos. El primero se inicia en septiembre de 1971 y llega hasta agosto de 1972 y en él, si bien los factores autónomos fueron fuertemente expansivos, el drenaje de liquidez operado por las autoridades fue también intenso, alcanzando unos 86.000 millones de pesetas, de modo que el resultado fue una aproximada estabilidad de los activos líquidos del sistema bancario. Esta estabilidad también se logró en el segundo subperíodo, que va de septiembre a diciembre de 1972, pero como resultado de un juego distinto de fuerzas: por una parte, los factores autónomos, tomados en su conjunto, dejaron de actuar expansivamente, debido principalmente a la mutua compensación de efectos de los sectores exterior y público y, en el último mes del año, al aumento del efectivo en manos del público; por otra parte, las autoridades, pensando que tras el intenso drenaje de liquidez operado en los meses anteriores se imponía una pausa y pendientes de la tendencia a la desaceleración en el ritmo de avance del nivel de actividad que se había registrado al iniciarse el segundo semestre del año, suspendieron su política de absorción de liquidez. Al finalizar el año 1972, los activos líquidos del sistema bancario estaban situados unos 2.500 millones de pesetas por debajo de su nivel máximo alcanzado en septiembre de 1971. El gráfico II-13 permite apreciar con claridad la política descrita y los dos subperíodos a que se ha hecho referencia.

Entretanto, la intensa recuperación de la economía, iniciada en los últimos meses de 1971, había determinado un fuerte aumento de la demanda de crédito que las instituciones bancarias, provistas de abundante liquidez, estuvieron en condiciones de atender. El ritmo de expansión del crédito de la banca se situaba, hacia mediados de 1972, a una tasa anual en torno al 30-31 por 100, en tanto que el crédito total del sistema (banca, cajas de ahorro, crédito oficial) avanzaba a una tasa anual del 25-26 por 100. Este comportamiento del crédito, unido al efecto expansivo del sector exterior, determinó el mantenimiento de tasas anuales muy altas de incremento de las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria hasta el mes de junio, iniciándose después una desaceleración que había de interrumpirse en noviembre y que hay que atribuir al efecto contractivo del sector público, compensador del efecto expansivo del sector exterior, que, como ya se ha indicado antes, se aprecia en este período. (Véase gráfico II-14.)

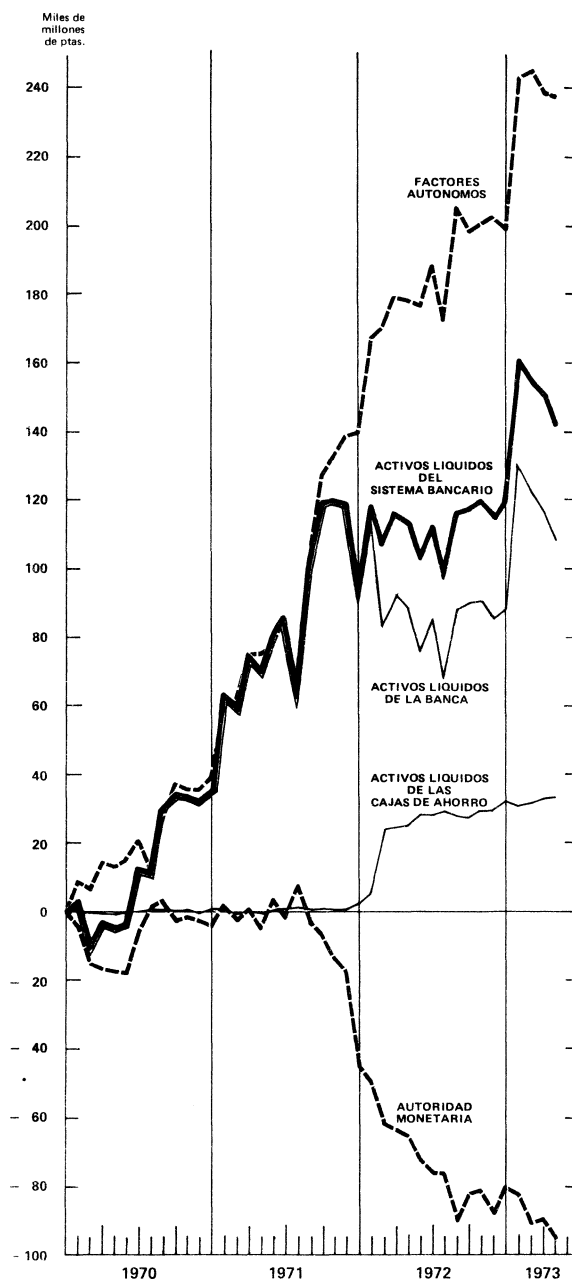
La fuerte expansión del crédito y los depósitos bancarios, unida a la práctica estabilización del volumen de activos líquidos en poder del sistema bancario resultante de la política de drenaje operada por las autoridades monetarias, había conducido a un paulatino empeoramiento de la situación relativa de liquidez de las instituciones bancarias a lo largo del año. Si, como se ha señalado antes, el coeficiente de liquidez de la banca se situaba en torno al 14 por 100 en el otoño de 1971, un año después estaba en torno al 9,5 por 100 y con clara tendencia al descenso. En el mismo período, el excedente de liquidez de la banca se había reducido desde el 6,5 por 100 al 2 por 100, aproximadamente.

En los dos últimos meses del año, la entrada de la economía en una nueva fase de intensa expansión, tras las vacilaciones que había mostrado al principio del segundo semestre, determinó un nuevo impulso de la demanda de crédito y un alza acusada en los ritmos de expansión de la oferta monetaria y las disponibilidades líquidas. En cualquier caso, las cifras y tasas correspondientes al mes de diciembre están notoriamente alteradas al alza, sin significación sustantiva, como resultado, sin duda, de operaciones meramente contables de la banca. En principio, esta aceleración del crédito solo podía ser pasajera, pues había de contribuir a un empeoramiento de la situación relativa de liquidez de la banca que conduciría, por sí misma, a moderar las tasas de expansión crediticia en un futuro cercano. Dos elementos

GRAFICO II-13

Activos líquidos del sistema bancario y sus factores explicativos (a)

(Variaciones acumuladas del 31-XII-69)



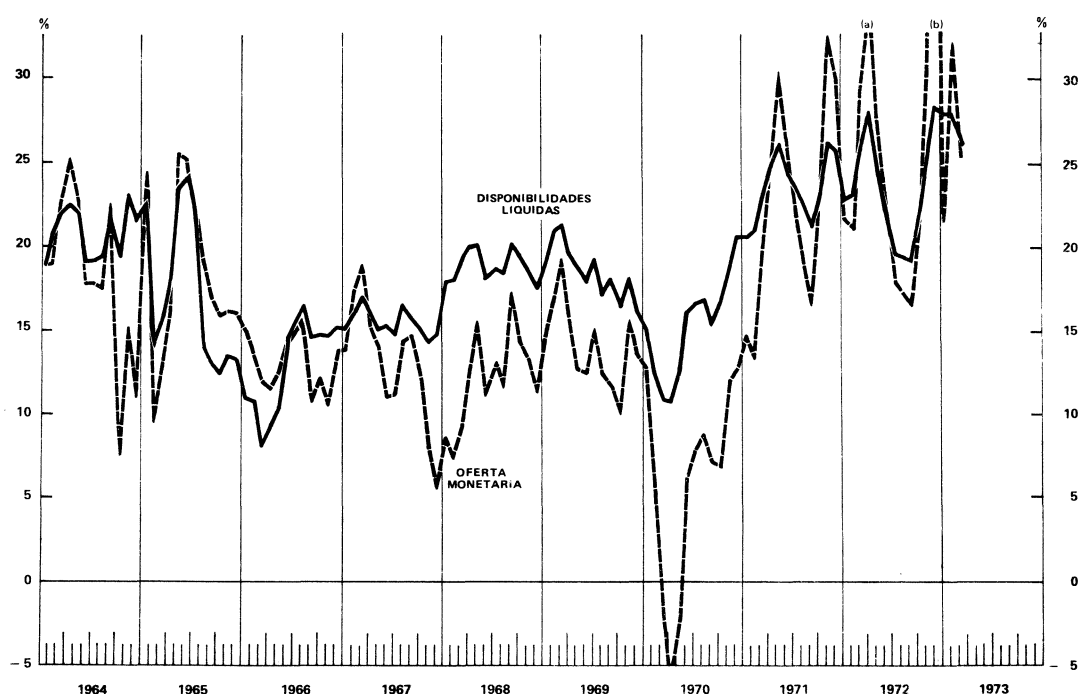
(a). Véase cuadro III-2 y sus notas.

introducían dosis de incertidumbre en cuanto al tiempo que el crédito tardaría en situarse en tasas de crecimiento moderadas: primero, las dudas sobre la política de los bancos referentes al excedente relativo de liquidez mínimo que preferirían mantener tras un largo período.

GRAFICO II-14

Disponibilidades líquidas y oferta monetaria ***

Tasas de incremento T^2



*** Series desestacionalizadas con datos originales desde enero de 1961 a octubre de 1972 para las disponibilidades líquidas y desde febrero de 1958 a octubre de 1972 para la oferta monetaria.
(a). Abril 1972: 34'4. (b). Diciembre 1972: 56'7.

después de la introducción del coeficiente legal de caja, en que la abundancia de activos líquidos les había permitido ignorar tal problema, y segundo, las dudas sobre la situación relativa de la liquidez en que efectivamente quedaría la banca a medida que volviera a los bancos una parte sustancial de los fondos que, según un movimiento estacional bien conocido, se habían filtrado hacia efectivo en manos del público en el mes de diciembre. A pesar de estos elementos de incertidumbre, al finalizar el año 1972 parecía razonable esperar que la primavera de 1973 se iniciaría con ritmos de crecimiento de las magnitudes monetarias y el crédito más cercanos a los que las autoridades consideraban adecuados. El comportamiento de los factores autónomos se encargó, sin embargo, de frustrar tales expectativas, como se se explicará en el epígrafe siguiente.

Debe subrayarse que si las autoridades hubieran acentuado su actitud restrictiva en la segunda parte del año 1972 y hubieran forzado, en consecuencia, una desaceleración más rápida de las tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias, ello habría implicado necesariamente una crisis de liquidez para la banca y una consiguiente restricción del crédito, que hubiera cercenado la fase de expansión que estaba viviendo la economía española. Al finalizar el año, todas las previsiones concidían en señalar que, no más tarde del mes de marzo de 1973, las autoridades habrían de adoptar una actitud expansiva, inyectando liquidez a la banca, si se quería que el sistema crediticio estuviera en condiciones de financiar un crecimiento moderado de la economía.

II. EVOLUCION RECIENTE DE LA ECONOMIA: PERSPECTIVAS Y PROBLEMAS

En las páginas anteriores se han expuesto los rasgos más destacados de la evolución de la economía a lo largo de 1972. Se ha indicado cómo la economía, tras superar las vacilaciones que pareció mostrar al iniciarse el segundo semestre, se adentró, en los últimos meses del año, en una intensa fase expansiva que se ha consolidado durante los primeros meses de 1973, a pesar de los altos niveles de actividad ya alcanzados; y puesto que la balanza de pagos básica continúa registrando un amplio excedente y las reservas acumuladas son muy abundantes, la expansión no ha de afrontar restricción alguna impuesta por el sector exterior. La economía también ha heredado, sin embargo, problemas del año anterior, ninguno de los cuales presenta tanta importancia, a corto plazo, como el de la aceleración del ritmo de crecimiento de los costes y precios. Procederemos, por tanto, en este epígrafe del Informe, a recoger los distintos hilos de la argumentación seguida en los apartados anteriores para trenzarlos en torno a las tendencias actuales de la economía y a los dos problemas básicos a corto plazo de la política económica: el mantenimiento de la expansión y la desaceleración del proceso inflacionista. La consideración de estos problemas llevará inevitablemente a tocar otros temas con una dimensión temporal más dilatada o «estructurales», como la reforma fiscal y la eliminación del superávit por cuenta corriente de la balanza de pagos a través de una reducción del grado de proteccionismo comercial.

II.1. La economía durante los primeros meses de 1973.

El índice de producción industrial ha mantenido durante los primeros meses de 1973 la tónica de aceleración iniciada en el último trimestre de 1972. Los ritmos intertrimestrales, elevados a tasa anual, de avance del índice de producción industrial han sido del 6,5 por 100, entre el segundo y tercer trimestre de 1972; del 23,2 por 100, entre el tercero y el cuarto trimestre, y del 24,5 por 100, entre el último trimestre de 1972 y el primero del año actual. (Véase gráfico II-1.) Si el índice mensual de producción industrial refleja adecuadamente la evolución del sector, la situación general de éste durante los primeros meses del año ha sido excelente; y esto parecen corroborarlo otros indicadores, como el consumo de energía eléctrica, la producción de acero, el continuo descenso del paro en el sector y las encuestas de opiniones em-

presariales, que reflejan un clima optimista, con previsiones favorables sobre la evolución de la producción en los próximos meses. El índice de actividad en el sector de la construcción también se ha reforzado considerablemente durante los primeros meses de 1973. La contratación pública en el segundo semestre del pasado año fue muy elevada, las opiniones empresariales sobre la obra ejecutada jamás han sido tan favorables en el pasado, la inversión de las empresas del sector sigue siendo muy alta —lo cual indica unas previsiones expansivas sobre la obra a ejecutar— y el paro del sector arroja las cifras más bajas de los últimos años. Para completar esta panorama positivo de la evolución de la actividad productiva a partir de la información disponible, indicaremos que también el sector agrario presentará en la campaña 1972-73 unos resultados más favorables que en la anterior, salvo contratiempos incontrolables y no previsibles.

Las tendencias de la producción reflejan, como es natural, una evolución fuertemente expansiva de la demanda global. Es especialmente la inversión el componente de la demanda que mantiene con su empuje el dinamismo de la economía. Los primeros meses de 1973 han presenciado una firme recuperación inversora, tras los titubeos que, como ya indicamos, se apreciaron en el segundo semestre del pasado año. El índice de inversión aparente ha crecido en el primer trimestre del año a una tasa anual del 64 por 100 sobre el trimestre inmediatamente anterior; y las importaciones de bienes de equipo en el primer cuatrimestre del año arrojan una media mensual, según cifras desestacionalizadas, de 10.200 millones de pesetas, frente a una media de 9.300 millones en el último trimestre de 1972. (Véase gráfico II-11.) La inversión industrial sigue así evolucionando con renovada fuerza, tras año y medio de vigorosa expansión. Pero también la inversión en construcción, que tardó más tiempo en tomar impulso a lo largo de 1972, ha entrado en una fase de intensa expansión que no solo se extiende a obras públicas y construcciones industriales, sino también al sector de viviendas, el último en incorporarse al movimiento de auge. La demanda privada de consumo real parece acompasarse, por su parte, al crecimiento general de la economía, pues si bien los altos ritmos de alzas de precios erosionan el poder de compra de las rentas monetarias disponibles para el gasto, éstas se han visto alimentadas por las tasas de crecimiento de los salarios monetarios (tasa del 16 por 100 en el primer trimestre, sobre el mismo período del año anterior) y por el incremento en los gastos corrientes del sector público. En cuanto a las exportaciones, su volumen en el primer cuatrimestre de 1973 fue de 97.000 millones de pesetas, lo que representa un crecimiento del 16,4 por 100 con respecto al mismo período de 1972. Las exportaciones agrícolas avanzaron un 24 por 100 en el período, en tanto que las no agrícolas lo hicieron en un 13 por 100. Si se tiene en cuenta la media del último trimestre del pasado año, la mejora en la evolución de las exportaciones es evidente, y sin embargo, su carácter irregular y un tanto titubeante no permite afirmar que las exportaciones hayan recobrado su fuerte dinamismo de los últimos años.

La balanza de pagos básica ha mantenido, de todos modos, su saldo excedentario. El volumen de importaciones en el período enero-abril ha ascendido a 169.800 millones de pesetas, con un incremento del 18,8 por 100, respecto de su nivel en el mismo período de 1972, y un cre-

cimiento intertrimestral (cifras hasta abril) elevado a tasa anual del 85 por 100 que, cualesquiera que sean las irregularidades que afecten a las cifras, es buen reflejo de la intensa expansión de la economía interior. Baste con destacar, entre las importaciones no agrícolas, las tasas de crecimiento de la maquinaria (27 por 100) y el material de transporte (54 por 100); los productos minerales han decrecido, por el contrario, en un 2,2 por 100, debilidad que parece estar ligada a las dificultades de abastecimiento de crudos de petróleo a nivel mundial. El saldo comercial del primer cuatrimestre del año, según cifras de Aduanas, se ha elevado, por tanto, a 72.700 millones de pesetas (1.039 millones de D. E. G.). Sin embargo, la favorable evolución de los servicios, las transferencias y el capital a largo plazo han permitido que la balanza básica de caja se cerrase, en el primer trimestre del año, con un superávit de 20.800 millones de pesetas (300 millones de D. E. G.). Al finalizar el mes de abril, las reservas exteriores alcanzaban los 5.436 millones de dólares.

La intensa expansión económica de los primeros meses de 1973 aparece ligada a una considerable aceleración en los ritmos de crecimiento de las magnitudes monetarias, que hay que explicar, a su vez, en buena medida, en términos de las perturbaciones monetarias internacionales del primer trimestre del año.

Como se ha indicado al final del epígrafe anterior, la situación de liquidez relativa de la banca en los últimos meses del año era poco holgada y la aceleración del crédito iniciada hacia el mes de noviembre aún había de deteriorarla más. Según esto, cabía esperar que la expansión crediticia se moderase pronto y que la liquidez de la banca, aunque reforzada por el reflujo estacional de fondos desde el efectivo en manos del público a los depósitos bancarios en las primeras semanas del año, se situara a niveles bien controlados hacia los meses de febrero y marzo. Pero el comportamiento de los factores autónomos —y especialmente del sector exterior— vinieron a perturbar el cumplimiento de estas previsiones.

En efecto, como consecuencia de la crisis monetaria internacional iniciada en enero, durante la segunda parte de dicho mes y en los primeros días de febrero, hasta el cierre de los mercados de cambios el día 9, el Banco de España-I. E. M. E. hubo de comprar unos 278 millones de dólares y entre enero y febrero sus compras netas ascendieron a 342 millones de dólares (frente a 88 millones, en el mismo período de 1972). Y en el primer día del mes de marzo, hasta el nuevo cierre del mercado de cambio, se hicieron compras adicionales por 88 millones de dólares. En definitiva, en dos meses el sector exterior inyectó más de 25.000 millones de pesetas en la base monetaria y esto, unido al reflujo estacional de fondos desde el efectivo en manos del público hacia los depósitos bancarios, tras las fiestas de fin de año, y al impacto expansivo del sector público, hasta bien entrado marzo, determinó una fuerte mejora del coeficiente de liquidez de la banca, que pasó del 9 por 100 en noviembre, al 10,3 por 100, en febrero, y al 10,5 por 100, a mediados del mes de marzo.

La situación que habían de afrontar las autoridades era delicada. Por una parte, parecía necesario contrarrestar este aumento indeseado de liquidez, pero había que hacerlo con gran

cuidado para no generar una crisis crediticia. (Los mecanismos de financiación operan con gran inercia y un corte brusco del crédito puede ser muy grave cuando una economía vive una fase de expansión.) Por otra parte, los mercados de cambios estuvieron cerrados tres semanas durante el mes de marzo y era seguro que, a las fuertes entradas de fondos desde enero al primer día de marzo, seguirían salidas tan pronto como se procediese a la reapertura del mercado; además, el efecto expansivo del sector público durante los primeros meses había de ser considerado como pasajero; por consiguiente, una absorción intensa de liquidez podía conducir a una grave crisis de liquidez y de crédito.

Las autoridades decidieron actuar, en fin, con una prudencia no exenta de energía: del 12 al 21 de febrero se emitieron Bonos del Tesoro por un importe de 6.000 millones de pesetas y, a partir del 8 de marzo, el Banco de España inició la venta de Bonos en mercado abierto, vía por la que colocó 450 millones de pesetas en marzo y 1.735 millones en abril, hasta completar la colocación de su dotación de 4.000 millones el 18 de mayo; y el día 1 de marzo, una Orden del Ministerio de Hacienda obligaba a la banca y las cajas de ahorro a cumplir diariamente el coeficiente legal de caja —sustituyendo el anterior cómputo referido a cinco días por mes—, lo que equivalía a elevar el coeficiente en unos 0,8 puntos aproximadamente y a bloquear, en consecuencia, liquidez por unos 15.000 millones de pesetas; finalmente, el nuevo sistema de pesetas convertibles, introducido el día 16 de marzo, abría una vía adicional de erosión de liquidez a través de los depósitos obligatorios que deberían abrirse como contrapartida de las nuevas cuentas A y venía a insistir así en un método de compensación de las inyecciones de liquidez de origen exterior ya acentuado por la Orden Ministerial de 6 de febrero. En conjunto, entre febrero y marzo las autoridades monetarias drenaron excesos de liquidez por un importe efectivo no inferior a los 24.000 millones de pesetas.

Dada la inercia con que se mueven las magnitudes monetarias, la actuación de las autoridades no pudo impedir que, en febrero y marzo, los bancos, alentados por la mejoría experimentada en su liquidez y por la intensa demanda de crédito inducido por la fuerte expansión económica, acelerasen el ritmo de expansión del crédito. Y esto, unido al efecto directo de los sectores exterior y público, determinó una paralela aceleración de los ritmos de incremento de las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria en dichos meses.

La actuación de las autoridades monetarias, el efecto (reducido) de la reapertura del mercado de cambios, la conversión en restrictivo, a partir de la última decena de marzo, del anterior efecto expansivo del sector público, y, en fin, la propia expansión crediticia deterioraron la posición relativa de liquidez de la banca (coeficiente de liquidez, 9,80 por 100 al finalizar el mes de marzo). Sin embargo, aún pareció conveniente marginalmente la liquidez bancaria para mantener este proceso de desaceleración; así, el Banco de España redujo en 5.000 millones de pesetas las líneas de redescuento ordinario de la banca el día 30 de abril. Al concluir el mes, el coeficiente de liquidez de la banca se situaba en un 9,24 por 100. Durante el mes de mayo, la evolución de los activos líquidos bancarios fue moderada, advirtiéndose algunos

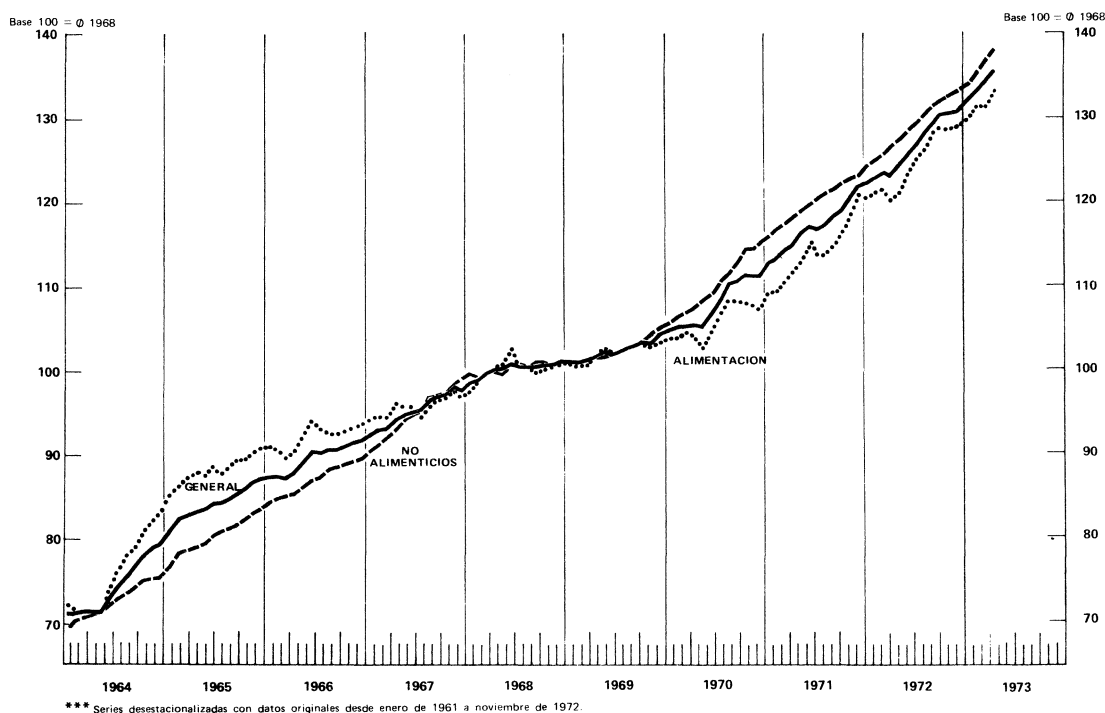
síntomas de tensión que, sin embargo, en ningún momento amenazaron con generar restricciones crediticias.

A pesar de que el ritmo de expansión del crédito bancario se moderó algo en abril y mayo respecto de marzo, su tasa anual de crecimiento (basada en medias trimestrales) sigue situada por encima del 30 por 100, en tanto que la tasa anual de crecimiento de las disponibilidades líquidas se mantiene aún por encima del 25 por 100. Dada la persistencia del efecto expansivo del sector exterior, no será sencilla la tarea de reducir suavemente esta última tasa hasta un ritmo del 18 por 100 (1) en la segunda parte del año.

Estas tasas de crecimiento pueden ser consideradas, en sí mismas, como excesivamente elevadas; pero vienen condicionadas por el ritmo de crecimiento de los precios y sus expectativas. La moderada desaceleración monetaria propuesta ejercerá un efecto beneficioso sobre el

GRAFICO II-15

Indice del coste de vida ***



- (1) Como ya se ha indicado, las tasas anuales expresadas en el texto como objetivos a conseguir son ritmos anuales obtenidos a partir de los crecimientos intertrimestrales. En un año de desaceleración de las magnitudes monetarias, como 1973, los incrementos porcentuales para el conjunto del año serían netamente superiores a las tasas propuestas para el segundo semestre.

proceso inflacionista; una desaceleración más intensa tendría, muy probablemente, efectos desalentadores muy importantes sobre el nivel de actividad, imponiendo un coste que no sería compensado por una reducción sustancial de la velocidad de la inflación. Se llega así al aspecto menos positivo, o simplemente negativo, de la evolución económica reciente: el comportamiento intensamente alcista de los precios. Las alzas del coste de vida en los últimos meses —0,85 por 100, en marzo, y 1,42, en abril— son suficientemente ilustrativas del cariz que en estos momentos presenta la inflación. La tasa de crecimiento anual del índice del coste de vida del último trimestre disponible —febrero, marzo y abril— sobre el trimestre anterior ha sido de un 9,8 por 100, según cifras desestacionalizadas, siendo la del componente alimenticio de un 9 por 100 y de un 10,6 por 100, la del resto de los componentes. Estas tasas suponen un empeoramiento de la situación, ya que la tasa anual de crecimiento del cuarto trimestre de 1972 sobre el tercer trimestre fue de 7,0, para el índice genral; 6,1, para la alimentación, y 7,6, para los demás componentes. En abril, el índice suponía un alza del 9,7 por 100 sobre el mismo mes de 1972. La evolución de otros índices de precios no ofrece mejores perspectivas.

II.2. Perspectivas y problemas.

La economía española, mediada la primavera de 1973, presenta un alto nivel de actividad y unas excelentes perspectivas productivas. La tasa de crecimiento del Producto Nacional en términos reales en el año estará probablemente situada algo por encima del 7 por 100, dependiendo el margen de error principalmente de los resultados definitivos de la campaña agrícola. La aceleración de la demanda global durante los primeros meses de este año ha llevado, sin embargo, la economía hasta el techo de la plena utilización de los recursos disponibles; y ello implica, por una parte, que el ritmo potencial de crecimiento productivo será menor en la segunda parte del año y, por otra, que si las tasas de avance de la demanda no se moderan, la economía se adentrará en una fase de exceso de demanda de intensidad creciente. La política económica se enfrenta así con la tarea de desacelerar suavemente la evolución de la demanda, sin dañar el avance de la economía por la senda del producto potencial y de introducir grados crecientes de flexibilidad en la economía que hagan retroceder el umbral de la inflación para altos ritmos de crecimiento económico.

El actual período expansivo de la economía española tiene ya, en estos momentos, una duración superior a dieciocho meses, que hay que considerar notablemente larga si se tienen en cuenta los altos ritmos de crecimiento que ha venido experimentando la economía en el período. Es obvio, sin embargo, que las fortísimas tasas de avance productivo de los pasados meses no pueden mantenerse por simples razones físicas de limitación de los recursos disponibles. No hay duda de que la economía está trabajando cerca del techo que imponen las disponibilidades de recursos a corto plazo y que los síntomas de estrangulamiento, hasta ahora limitados y localizados, tenderían a multiplicarse en caso de que se intentara proseguir los recientes ritmos de expansión de la demanda. La absorción de los márgenes de capacidad productiva subutilizada ha llegado muy lejos, aunque la maduración de las nuevas inversiones esté rea-

lizando adiciones a la capacidad instalada. Las cifras de paro estimado han descendido casi a los niveles mínimos correspondientes al punto máximo de la expansión de 1969; y aunque el crecimiento de la población activa, los movimientos migratorios y el trasvase intersectorial de mano de obra pueden proporcionar una oferta adicional de trabajo, al tiempo que el paro puede reducirse aún más, las tensiones del mercado de trabajo serían crecientes y muchos sectores encontrarían dificultades cada vez mayores para encontrar la fuerza de trabajo calificada y especializada que requieren. De hecho, como ya se ha señalado, en las encuestas de opiniones de empresarios, éstos tienden a señalar, de modo acusado durante los últimos meses, la escasez de mano de obra entre los factores obstaculizadores de los aumentos de producción. Respecto de la insuficiencia de otros factores —el cemento es un caso bien conocido—, los problemas planteados pueden soslayarse, a veces, mediante una política de importaciones dispuesta a utilizar los excedentes de balanza de pagos; pero esto no siempre es posible y, en todo caso, las fricciones son inevitables.

Si los ritmos de incorporación de factores al proceso productivo y las tasas de crecimiento de la productividad han de ser menores en el próximo futuro que en las pasadas fases de la expansión, la moderación del ritmo de avance de la demanda global resulta necesaria, a fin de evitar un exceso generalizado de demanda. Por lo demás, si se tiene en cuenta que la actual expansión está basada en la demanda privada, especialmente en la de inversión —porque la demanda pública está desempeñando un papel de simple acompañamiento—, su moderación puede lograrse mediante una normalización de los ritmos de crecimiento del crédito y las magnitudes monetarias básicas.

Ya se ha indicado en el apartado anterior que, tras el fuerte aumento de la liquidez bancaria durante el primer trimestre del año y la consiguiente aceleración del crédito y las magnitudes básicas, la nueva absorción de activos líquidos bancarios practicada por las autoridades ha conducido, en abril y mayo, a una normalización de los excedentes de liquidez y a una ligera desaceleración monetaria y crediticia, que permite confiar en el restablecimiento de ritmos normales de expansión monetaria en la segunda parte del año. El logro de este objetivo no precisará de medidas restrictivas, sino de una política monetaria compensatoria que, inyectando liquidez en unas ocasiones —por ejemplo, para salvar el drenaje impuesto por el trasvase de fondos hacia efectivo en manos del público en la primera parte del verano— y detrayéndola otras —por ejemplo, si el efecto expansivo del sector exterior resulta excesivamente fuerte durante los próximos meses—, mantenga el crecimiento de la base monetaria del sistema a un ritmo tal que conduzca la tasa anual de crecimiento de las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria hacia un 18 por 100, aproximadamente, en el segundo semestre del año.

Se trata de lograr el encauzamiento de la política monetaria por una senda que permita reducir los ritmos excesivos de crecimiento de la demanda sin afectar apreciablemente a la expansión de la economía; porque si bien es cierto que el sostenimiento de tasas muy fuertes de avance de la demanda global estimularía aún más las presiones inflacionistas, no lo es

menos que una restricción brusca de la demanda global —por ejemplo, a través de una intensa contención monetaria— conduciría a una recesión, sin moderar sustancialmente el ritmo de crecimiento de los precios (excepto que se estuviera dispuesto a aceptar el coste social prohibitivo de una recesión profunda y prolongada). En el anterior Informe Anual se subrayó la conveniencia de concebir la política anti-inflacionista como una actuación a plazo medio, en la que la pausa esté compensada por la persistencia de los esfuerzos encaminados a impedir nuevas aceleraciones alcistas y conseguir una progresiva desaceleración del ritmo de avance de la inflación. No se reiterarán aquí argumentos ya expuestos, pero se insistirá en la necesidad de articular dicha política con la máxima decisión y coherencia, en vista de la gravedad de las presiones inflacionistas que padece la economía española y que hacen prever para 1973 un deflactor implícito del producto nacional, que difícilmente se situará por debajo del 8,5 por 100. Si la aceleración de las tensiones alcistas continúa, la contención del ritmo de crecimiento real, que hoy parece soslayable, acabaría apareciendo como inevitable en el futuro.

No cabe ignorar, sin embargo, las dificultades de tal política. Las presiones de costes, autónomas o inducidas por la demanda en los mercados de factores, tenderán a persistir en los próximos meses. El movimiento alcista de las materias primas y los alimentos en los mercados mundiales se mantendrá a lo largo de 1973, aunque tal vez sin tanta intensidad como el primer cuatrimestre; para el conjunto del año, el crecimiento de dichos precios en los mercados mundiales será probablemente superior al registrado en 1972 y no se prevé una inversión de la tendencia alcista general antes de 1974 —aunque, para productos agrícolas concretos, la situación puede mejorar a consecuencia de las próximas cosechas—. Este es un factor alcista de origen externo, que queda más allá de las posibilidades de actuación de la política económica española. Resultaría inútil intentar aislar la economía interior de ese movimiento alcista mundial; inútil, costoso y, en algunos casos, peligroso, si una política de subvenciones, al impedir que un precio interior siga un movimiento duradero del precio internacional, obstaculiza un conveniente ajuste interior en la producción o en el consumo. Las subvenciones de precios solo son adecuadas cuando tienen un carácter estrictamente transitorio, se refieren a productos con una posición estratégica en la transmisión de los impulsos alcistas y no entorpecen ajustes deseables de recursos.

También las perspectivas referentes a los costes trabajo son alcistas. Aun cuando se reduzcan los fuertes ritmos de incremento de la demanda de los últimos meses, el mercado de trabajo continuará resgistrando una tensión que, articulada con unas expectativas inflacionistas de trabajadores y empresarios, favorecerá altas reivindicaciones salariales, sin encontrar grandes resistencias del lado empresarial. No hay razones para esperar, en estas condiciones, unas tasas de avance de los salarios monetarios apreciablemente inferiores a las registradas durante el pasado reciente. Y esto, unido a un crecimiento más lento de la productividad media del trabajo y al impulso autónomo de costes determinado por el nuevo sistema de contribuciones a la Seguridad Social, impulsará un crecimiento apreciable de los costes trabajo.

Ante expectativas tan difíciles, cobra toda su importancia la necesidad de moderar los altos ritmos de incremento de la demanda global apreciados en los meses pasados y de encauzar las magnitudes monetarias por sendas menos expansivas que las recientemente registradas. Así se reducirán las tensiones en los mercados de factores y se dificultará la repercusión de las alzas de costes sobre los precios. Adviértase, sin embargo, que el efecto anti-inflacionista de esta línea de acción será reducido a corto plazo si, como parece razonable, no se desea cercenar la expansión.

Una segunda línea básica de actuación anti-inflacionista es la consistente en la reducción del alto grado de proteccionismo comercial que caracteriza a la economía española. También aquí los efectos a corto plazo sobre los precios serán limitados; mas, a plazo medio, constituye tal vez la orientación de política económica más eficaz para introducir presiones tendentes a desacelerar los ritmos de avance de los precios y los costes. Se trata, además, de una línea de política económica estratégica en estos momentos, en la medida que resulta altamente deseable en una pluralidad de sentidos interrelacionados: para combatir las presiones inflacionistas, como ya se ha indicado; para disciplinar la mejora de las estructuras productivas de la economía, en un período de expansión en que están experimentando cambios sustanciales; para eliminar, en fin, el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente —difícilmente inferior a 300 millones de dólares en este año— y convertirlo en un déficit financiado con capital a largo plazo, como corresponde al estadio de desarrollo de una economía que aún no debería transferir recursos reales al resto del mundo a través de sus cuentas exteriores.

Difícilmente volverá a encontrar el país una fase tan favorable para reanudar una línea de política económica que entre 1959 y 1963 inyectó más dinamismo en la economía y condicionó más favorablemente el desarrollo económico de la década que cualquier otra. Su interrupción posterior ha de ser lamentada y su reanudación con las nuevas listas de liberación de importaciones y de reducción de derechos arancelarios, en noviembre de 1972 y mayo de 1973, ha de ser recibida con satisfacción. Esta satisfacción no debería ocultar, sin embargo, que aún queda mucho camino por recorrer en esta línea. Los intereses sectoriales encontrarán siempre argumentos a corto plazo para justificar la perduración del proteccionismo excesivo; pero parece poco dudoso que los intereses generales de la economía resultarán más favorecidos por las fuerzas liberadas, por la mayor apertura al exterior. La experiencia de la pasada década es contundente al respecto. Por lo demás, para que esa reducción del proteccionismo comercial repercuta favorablemente sobre la evolución de las estructuras productivas y los costes, sería conveniente que estuviese articulada con una política menos intervencionista, en lo que se refiere a implantación y transformación de plantas industriales.

En la misma línea se sitúa la necesidad de normalizar el régimen de importaciones de una serie de productos agrícolas y alimenticios aún sometidos al régimen de Comercio de Estado. Ya se ha señalado la correlación negativa existente entre el flujo de importación de productos agrícolas y alimenticios y el ritmo de avance de los precios de dichos bienes en el mercado interior. Difícilmente existirán un flujo continuo y ágil de importaciones y unas redes de dis-

tribución de dichos productos bien estructuradas, mientras persista su sometimiento al régimen de Comercio de Estado. Por ello, la decisión del Gobierno, en noviembre pasado, de privatizar la importación de estos bienes, debería instrumentarse con urgencia mediante la puesta a punto de los reglamentos correspondientes, que, por otra parte, no deberían incorporar un proteccionismo excesivo. La normalización del régimen de comercio de los bienes agrícolas y alimenticios está íntimamente unida a la reestructuración productiva de una agricultura cuyo futuro no puede estar en la generación de excedentes en producciones que solo pueden obtenerse, en circunstancias normales, con costes comparativos muy adversos, ni en el mantenimiento, mediante sucesivos retoques de precios, de un esquema productivo desligado de las tendencias de la demanda y de una asignación eficaz de los recursos. Aunque los precios agrícolas no hayan sido el componente más dinámico del proceso inflacionista desde la primavera de 1972, no cabe ignorar que en el origen de la intensificación de éste se encuentra la aceleración de la evolución de los precios agrícolas en 1971 y que las aceleraciones intermitentes de dichos precios han sido un factor inflacionista de primera importancia durante los pasados años —factor que sigue operando, a través de las reacciones de rentas y precios inducidos, aunque luego se invierta el sentido de su actuación—. Nuevas alzas generalizadas de los precios agrícolas introducirían impulsos adicionales en el proceso inflacionista.

Unas últimas consideraciones sobre el tema de los controles de los precios y las rentas. Siempre existe la tentación de intentar dominar mediante controles las manifestaciones de la inflación, sin actuar sobre las causas de las mismas. El resultado de tales políticas suele ser un simple desplazamiento temporal de las alzas de los precios y rentas, con aceleraciones discontinuas que, a largo plazo, más bien tienden a elevar la velocidad media del proceso inflacionista, además de los costes administrativos que implican y de las distorsiones que pueden provocar. Esto no excluye la posible utilización de controles de precios y rentas, pero siempre que se esté actuando con eficacia sobre las causas de las presiones alcistas, los controles sean tales que no se propongan más de lo que razonablemente pueda conseguirse, su instrumentación no sea administrativamente costosa y no se limiten a diferir en el tiempo la manifestación de la inflación. Por ello, en el caso de que se desarrollen las líneas básicas de política anti-inflacionista antes indicadas, la desaceleración del proceso alcista podría buscarse mediante un sistema estricto de controles administrativos referentes a las propuestas alzas de precios de una lista no muy extensa de precios de bienes y servicios básicos y mediante unos límites a los incrementos porcentuales de los salarios pactados, siempre que, en este último caso, se observasen dos condiciones: primera, no pretender reducciones drásticas sobre los ritmos de aumento registrados, pues ello no sería factible ni razonable, y segunda, tener en cuenta los diversos vencimientos de los distintos convenios, para no introducir tratamientos discriminatorios injustos entre los diversos grupos de trabajadores. En fin, convendría estudiar el tema de la incidencia sobre los costes trabajo del nuevo sistema de contribuciones a la Seguridad Social.

La mayor parte de las líneas propuestas de política anti-inflacionista tienen por objeto alejar el umbral de los ritmos elevados de alzas de precios. Otras, las referentes a la política mone-

taria, son, por definición, vías de actuación, a más corto plazo, encaminadas a eliminar los ritmos excesivos de crecimiento de la demanda global, sin afectar a un proceso expansivo que tiene su firme respaldo en el sector exterior. Dada la fase avanzada en que se encuentra el proceso de expansión de la inversión industrial cabe prever, aparte de los efectos de la normalización en los ritmos de crecimiento de las magnitudes monetarias, una cierta desaceleración autónoma en un futuro no lejano. La inversión en construcción, siempre más lenta en sus movimientos, sostendrá su impulso durante un período más largo. Pero las exportaciones, por su parte, no dejarán de verse afectadas por la pérdida de ritmo que cabe prever en la economía mundial para 1974. Si estas previsiones se cumplieran, el sector público tendría que adentrarse, durante el próximo año, en un mayor ritmo de gasto, para mantener las altas tasas de crecimiento que aparecen justificadas por las condiciones generales de la economía.

Adviértase que esta acción compensatoria del sector público sería perfectamente coherente con el mantenimiento de tasas moderadas de expansión de las magnitudes monetarias básicas. El resultado sería una mayor participación del sector público en la demanda nacional, tendencia que parece conveniente por dos razones: primera, porque esta es una forma eficaz de introducir grados adicionales de estabilidad en la evolución coyuntural de la economía, y segunda, y mucho más importante, porque esta es la forma de acelerar la atención de las necesidades colectivas y mejorar la satisfacción equilibrada de necesidades privadas y necesidades colectivas, problema de la máxima relevancia para el desarrollo de la sociedad y la economía españolas en su situación actual. La expansión compensatoria del gasto público comportaría, en su caso, problemas de financiación que subrayan la creciente necesidad de avanzar hacia un sistema fiscal más elástico y más justo que el actualmente disponible.

CAPÍTULO III

LA POLÍTICA MONETARIA

I. Introducción

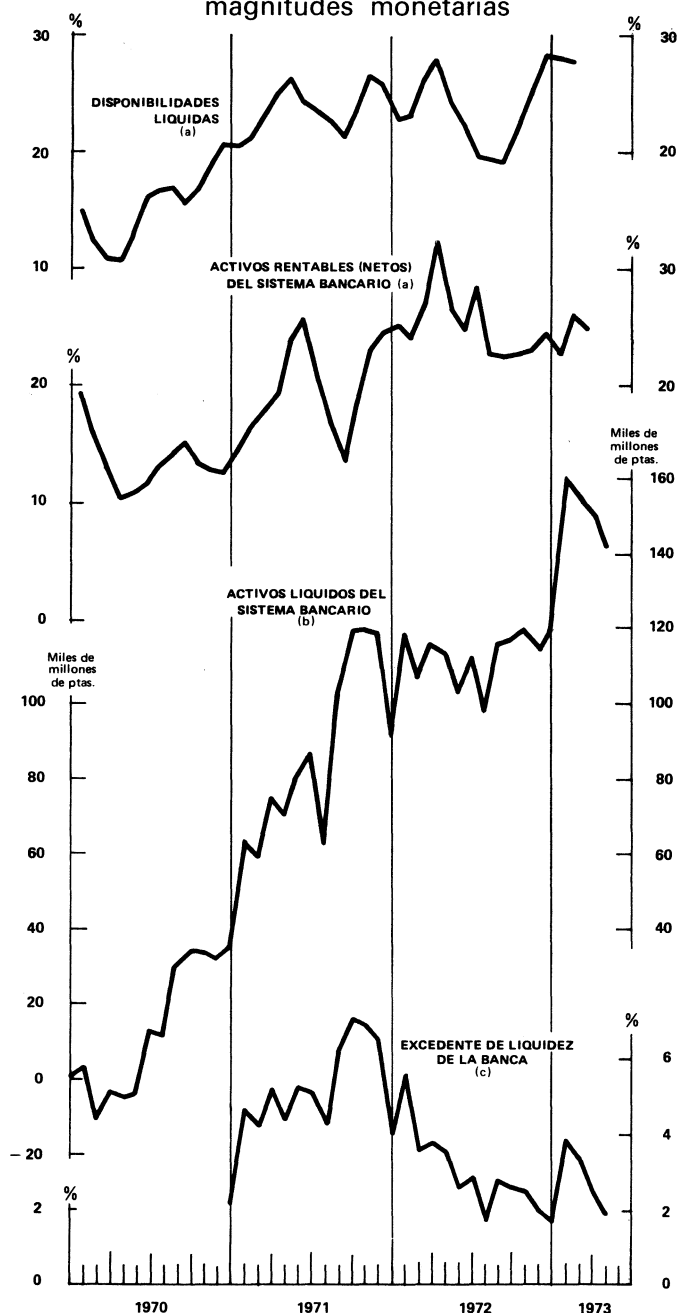
Este capítulo se propone presentar con algún detalle los rasgos característicos de la evolución del sistema monetario español durante el año 1972 y los primeros meses de 1973. El epígrafe 2 se dedica a exponer las reformas introducidas en los instrumentos de política monetaria a lo largo de dicho período: el nuevo sistema de cómputo de los coeficientes legales de caja, la emisión de bonos del Tesoro, con la creación de un mercado secundario para los mismos; la nueva regulación de los depósitos en cuentas de pesetas convertibles, la modificación del coeficiente de inversión de la banca privada y, en fin, la modificación de los coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorro. El resto del capítulo está dedicado a describir las articulaciones que permiten comprender los rasgos fundamentales del proceso de expansión monetaria registrado en el período de referencia.

La estructura de dicha descripción consiste en presentar la expansión de las magnitudes monetarias básicas (disponibilidades líquidas, oferta monetaria) como resultado, por una parte, de la actuación directa de los factores autónomos (sector exterior, sector público) y la autoridad monetaria y por otra, de la adquisición de activos rentables (créditos e inversiones) por el sistema bancario. Este último proceso aparece, a su vez, condicionado por el suministro de activos líquidos libres o excedentes de liquidez al sistema bancario, la demanda que este último ejerce de dichos excedentes y las decisiones del público sobre la oferta de activos rentables (o demanda de fondos de préstamo) al sistema bancario, decisiones conexas, por su parte, con las relativas a la demanda de bienes y servicios. Esta interrelación de los efectos de los factores autónomos, la actuación de las autoridades monetarias y el comportamiento del público y el sistema bancario es central en las articulaciones del proceso que se pretende describir. Dados los efectos de los factores autónomos y los esquemas de comportamiento del público y el sistema bancario, una política monetaria encaminada a conseguir determinados objetivos en relación con la evolución de las magnitudes monetarias básicas (disponibilidades líquidas y oferta monetaria) habrá de centrar su atención inmediata en la regulación de los excedentes de liquidez del sistema bancario.

De acuerdo con esta estructura básica, la descripción del proceso de expansión monetaria durante el período de referencia se inicia (epígrafe 3) con un análisis de la evolución del suministro de activos líquidos al sistema bancario, como consecuencia del impacto de los factores autónomos y de la actuación de la autoridad monetaria. Se examina a continuación (epígrafe 4) la retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja, para obtener, como residuo, la evolución de los excedentes de liquidez del sistema bancario. Después de completar el estudio de la actuación de la autoridad monetaria, haciendo una referencia a la

GRAFICO III-1

Evolución de las principales magnitudes monetarias



(a). Tasa de variación intermensual, elevada a tasa anual, de la serie de medias móviles trimestrales de saldos desestacionalizados.
(b). Variación neta acumulada desde 31-XII-69. Véase gráficos III-3 y III-4.
(c). Véase gráfico III-11 y sus notas.

regulación de los tipos de interés sujetos a su control (epígrafe 5), y tras examinar la evolución de la estructura de activos líquidos bancarios (epígrafe 6), se pasa a hacer algunas consideraciones sobre el grado de tensión entre el suministro de excedentes de liquidez y la demanda de dichos excedentes por el sistema bancario en el periodo estudiado (epígrafe 7). El comportamiento de los tipos de interés con algún grado de flexibilidad permite, por una parte, en algún caso (tipos de interés interbancarios), obtener un indicador de la tensión mencionada y por otra, conseguir alguna información sobre la evolución del coste de los fondos de préstamo para el público (epígrafe 8). Finalmente, los epígrafes 9 y 10 cierran el hilo argumental: el primero describe, a partir de los factores mencionados, la fuerte expansión de los activos rentables del sistema bancario en el periodo, que, junto con la actuación de los factores autónomos, determinó los altos ritmos de crecimiento de las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria, cuya evolución y estructura se exponen en el epígrafe 10.

En su conjunto, el periodo estudiado se caracterizó por una intensa expansión monetaria (véase gráfico III-1). Las autoridades trataron de prevenir una excesiva expansión desequilibradora, cuando la recuperación del nivel

de actividad aún no se había consolidado, y una vez que la economía se había adentrado en una fase de auge, trataron de lograr una paulatina desaceleración en el ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas y la oferta monetaria, de modo que, sin afectar al crecimiento real de la economía, aquél acabara ajustándose a la senda que parecía más adecuada al avance de la economía, con una alta tasa de crecimiento real y una progresiva reducción de los impulsos inflacionistas. El grado en que se consiguió una aproximación a esos objetivos varió considerablemente a lo largo del período. Este es el tema del epígrafe 11 y último del Capítulo.

2. La reforma de los instrumentos de la política monetaria

Si el año 1971 fue pródigo en modificaciones legales en materias relevantes para la política monetaria, 1972 presenció una pausa en el impulso reformista, mientras que el año 1973, por el contrario, ha traído ya un importante número de novedades. Se analizan a continuación las más importantes, agrupadas por materias en lugar de seguir un orden cronológico (1). Al filo de la exposición se comentarán algunas implicaciones de estas reformas para el futuro y ciertos problemas pendientes de solución.

Aunque los **coeficientes legales de caja** de las instituciones bancarias no se han alterado en cuanto se refiere a su definición y cuantía, en marzo de 1973 se dieron nuevas reglas sobre su cómputo, obligando a aquellas entidades a mantener diariamente el nivel de reservas exigido.

Las normas vigentes hasta ese momento (2) obligaban a la banca y a las cajas de ahorro a que la media aritmética de los coeficientes mantenidos los días 6, 12, 18, 24 y último de mes, resultantes de comparar los saldos en dichas fechas de activos de caja y depósitos computables, alcanzase el mínimo legal. Así, dichas instituciones podían mantener habitualmente niveles de caja inferiores a los exigidos legalmente, reponiéndolos al llegar los días de cómputo, y ni siquiera en todos ellos, pues los niveles alcanzados en unas de esas fechas podían compensarse en otras. La Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973 obligó a los bancos comerciales a mantener el coeficiente diariamente, facultando al Banco de España para determinar el modo de efectuar el cómputo, y extendió la nueva forma de cálculo a los bancos industriales y de negocios. El Banco de España estableció en consecuencia (3) que tanto los bancos comerciales como los industriales quedaban obligados a mantener cada día activos líquidos para cubrir el porcentaje legalmente exigido respecto a los pasivos computables detentados al cierre de operaciones del segundo día hábil anterior. Simultáneamente extendió a las cajas de ahorro

(1) En cuanto a éste y a una relación más completa de normas y medidas, véase cuadro número 70 del Apéndice.

(2) Ver Informe de 1970, páginas 87-89, e Informe de 1971, páginas 134-135.

(3) Circular número 75, de 5 de marzo de 1973.

reglas análogas a las de la banca, en cuanto a fechas y forma de efectuar los cálculos (1). La entrada en vigor de estas normas fue inmediata. La medida tenía una especial relevancia, desde un punto de vista instrumental, pero también presentaba una faceta coyuntural.

Empezando por esta última, la nueva forma de cálculo ofrecía menores márgenes de maniobra a las instituciones crediticias, con lo que equivalía de hecho a una elevación del coeficiente de caja. La magnitud de esta elevación es difícil de precisar, pues dependería del grado en que se estuviera haciendo uso de las posibilidades de compensación de unos días con otros que el antiguo sistema ofrecía (2).

En cuanto a los aspectos instrumentales de la nueva medida, el punto principal es que, al ofrecer menores márgenes de maniobra a las instituciones crediticias, se asegura un control más eficaz de su potencial de expansión. La contrapartida es, naturalmente, un mayor costo para la banca y las cajas, derivado de la pérdida de intereses de unos fondos que antes se podían invertir transitoriamente en activos rentables. Pero esto hubiera ocurrido también si se hubiera elevado el coeficiente de caja sin cambiar el sistema de cómputo. Con todo, el hecho de que el coeficiente de caja no se exija ahora comparando los saldos de caja con los depósitos del mismo día, sino con los del segundo día hábil anterior, ofrece posibilidades más favorables de operar con excedentes de caja pequeños a aquellos bancos que, conscientes de la relevancia para su cuenta de resultados de una adecuada gestión de tesorería, aspiren efectivamente a minimizar dichos excedentes. El sistema impone, por otro lado, ciertos costes administrativos a las instituciones crediticias, pues les obliga a conocer diariamente sus saldos de depósitos y caja, cosa que, salvo excepciones, no ocurría hasta ahora. Pero con ello se sientan las bases para una gestión más ágil de tesorería, cuyos beneficios pueden superar en mucho ese coste administrativo. Las implicaciones de todo ello para el funcionamiento del mercado interbancario son, por otra parte, bastante claras. Tanto para disponer de excedentes transitorios de activos líquidos como para cubrir insuficiencias transitorias de ellos, la banca precisa de mecanismos muy ágiles, a través de los cuales pueda prestar o tomar a préstamo por periodos relativamente breves. Sin duda, el soporte último de esos mecanismos tendrá que estar en el Banco de España, bien a través de sus relaciones directas con las instituciones bancarias, bien a través de sus posibles intervenciones en el mercado interbancario, tema que se comentará más adelante. Pero, en una primera instancia, esos mecanismos deben basarse en el propio mercado interbancario, que está llamado a convertirse en un verdadero cauce de trasvase de activos líquidos entre bancos con posiciones de liquidez divergentes. Desde la introducción del coeficiente de caja, el mercado interbancario ha empezado a funcionar más activamente,

- (1) En función de la delegación de facultades que derivaba del número 4.º de la Orden Ministerial de 15 de diciembre de 1971, por la cual las cajas de ahorro quedaron sujetas al cumplimiento de un coeficiente de caja del 4 por 100, y a través de la Circular número 4, de 5 de marzo de 1973.
- (2) En el epígrafe 4 se ofrecerán algunos datos al respecto; mientras que sobre la justificación de la medida se hablará en el propio epígrafe 4 y en el epígrafe 11.

como después se verá, y es de esperar que la reforma que se comenta suponga un nuevo impulso en esa dirección.

Más interesante que las anteriores medidas, por lo que supone de novedad, ha sido la iniciación, en los primeros meses de 1973, de la **emisión de bonos del Tesoro** y de la intervención del Banco de España en el mercado que ha surgido en torno a ellos. La iniciativa supone la puesta en práctica de una autorización contenida, por primera vez, en la Ley de 26 de febrero de 1972, que aprobaba los presupuestos del Estado correspondientes al año 1972. Su artículo 34 contenía una autorización para la emisión de deuda del Tesoro a corto plazo, autorización que difería en varios puntos importantes de la que tradicionalmente contenían las Leyes de Presupuesto (1). Los puntos esenciales de esa disposición eran: «Se autoriza al Ministro de Hacienda para emitir, en el mercado interior, como instrumento de política monetaria, bonos del Tesoro, con un plazo máximo de duración de un año. El producto de la colocación de estos bonos se ingresará en cuenta que el Tesoro abrirá en el Banco de España... y, con cargo a la misma solo se satisfará el reembolso de dichos bonos... En la emisión y transmisiones de estos bonos no será necesaria la intervención de fedatario público. Estos bonos no serán pignoraables, redescontables ni computables a efectos de las inversiones obligatorias de las cajas de ahorro y la banca privada.» Se preveía así un tipo de emisiones a corto plazo sin precedentes en España, cuya única y exclusiva finalidad era monetaria, que quedaban desligadas totalmente de las operaciones presupuestarias del Estado y que, en consecuencia, no estaban sujetas a ningún límite en cuanto al volumen a emitir. A lo largo de 1972 se discutieron diversos proyectos para la puesta en marcha de esa autorización, ninguno de los cuales llegó a hacerse realidad, aunque el año ofrecía condiciones muy favorables para el lanzamiento del nuevo instrumento de política monetaria.

Se llegó así a una nueva Ley de Presupuestos, la de 22 de diciembre de 1972, correspondiente al año 1973, cuyo artículo 31 reproducía el artículo 34 antes comentado. Pero esta vez la autorización se iba a plasmar en un proyecto concreto, instrumentado a través de la Orden Ministerial de 25 de enero de 1973 (2). Esta disposición introducía determinadas concreciones

(1) Desde hace años, las Leyes de Presupuestos contenían una cláusula autorizando al Ministerio de Hacienda a emitir deuda del Tesoro, con plazo máximo de un año, sujeta a un límite global, aplicable conjuntamente a todas las emisiones de Deuda del Estado, determinado por un porcentaje de los gastos presupuestarios anuales autorizados. Esta autorización no se utilizó más que en una ocasión, para la emisión, por Orden Ministerial de 13 de marzo de 1969, de pagarés del Tesoro, con la finalidad de crear «un activo financiero que permita al Tesoro su actuación en el mercado de capitales a corto plazo y que contribuya al mantenimiento de la estabilidad monetaria», según el preámbulo de dicha Orden. Desde cualquier punto de vista, la experiencia —véase una descripción de sus rasgos esenciales en los Informes correspondientes a los ejercicios 1968, páginas 126-30, y 1969, páginas 71-73— careció de relevancia, por la modestia de su volumen, por la falta de atractivo de la emisión y porque no se suscitó un mercado secundario en que esos pagarés fueran negociables. Dichos pagarés fueron amortizados a su vencimiento.

(2) Desarrollada por Resolución de la Dirección General del Tesoro y Presupuestos de 25 de enero de 1973 (*Boletín Oficial* de 8 de febrero de 1973).

del proyecto genérico, siendo las más importantes: que se trataría de títulos al portador (1), que su compra y tenencia se autorizaba únicamente a favor de la banca, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, las entidades de capitalización y ahorro y las sociedades y fondos de inversión mobiliaria y que el importe mínimo por título sería de 500.000 pesetas. Estas normas, y otras reglas administrativas o jurídicas contenidas en esa disposición y que no tiene interés describir, no planteaban grandes problemas. Sin embargo, la intervención del Banco de España en el mercado secundario de bonos quedaba un tanto imprecisa y sometida a la futura interpretación de dos limitaciones. Una era la de que todos los bonos emitidos fueran a tres meses, excluyendo la posibilidad de bonos a menores plazos, cuya conveniencia se ha puesto en evidencia posteriormente. La otra era la de prever que su emisión se realizaría al tipo fijo del 5 por 100, excluyendo el procedimiento normal para la emisión de esta clase de títulos —seguido por todos los países que lo utilizan como instrumento de política monetaria— de no señalar una rentabilidad efectiva y de llegar a ésta, con o sin previa determinación de un tipo de interés nominal, a través de la fijación del precio de los títulos en subastas periódicas. Se preveía, por el contrario, un sistema de emisión similar al de la deuda a largo plazo, con la diferencia de que la adjudicación no se realizaría por prorrateo, sino por prioridad en la petición. La rigidez en materia de tipos de interés implicaba un elevado riesgo de que el tipo previsto no coincidiera con el del mercado, con la consecuencia de que las emisiones no se cubrirían, con fracaso de todo el esquema, o se cubrirían con exceso, con un coste para el Tesoro y un beneficio para los suscriptores innecesarios. Las intervenciones del Banco de España en el mercado se verían además imposibilitadas, salvo que contradijeran las condiciones de emisión, planteando así un conflicto potencial en el momento de la siguiente emisión, con el riesgo adicional de que el mercado secundario no surgiera o se viera inmediatamente sujeto a perturbaciones. La experiencia de las primeras semanas había de llevar, sin embargo, a una interpretación del precepto legal que hacía posible el desarrollo de un mercado flexible de bonos.

La propia Orden Ministerial de 25 de enero de 1973 preveía un límite de bonos en circulación de 6.000 millones de pesetas y, en base a ella, la Dirección General del Tesoro autorizó la emisión el día 15 de febrero de 2.000 millones, en las condiciones estrictamente previstas en aquella disposición, es decir, al 5 por 100, sin subasta ni prorrateo. Dos días después se autorizó una nueva emisión por 4.000 millones de pesetas, esta vez sujeta a prorrateo entre la banca. El éxito de ambas emisiones —en conjunto se solicitaron unos 12.000 millones de pesetas— indicaba que el tipo de interés a que se habían realizado era en aquellos momentos alto, demostrando lo difícil que era realizar operaciones en el mercado monetario sin una información muy al día de los tipos de interés vigentes en el mismo y por unos mecanismos que excluían toda flexibilidad en la fijación del tipo de interés de los bonos.

(1) Excluida la intervención de fedatario público, estos títulos resultan los únicos genuinamente al portador existentes hoy día en España.

La experiencia llevó a una reconsideración de todo el esquema a partir de la Orden Ministerial de 3 de marzo de 1973, que ampliaba en 4.000 millones de pesetas la cifra de bonos en circulación. Esta norma no modificaba las anteriores disposiciones legales, pero fue acompañada de la atribución de un nuevo papel al Banco de España, que suponía en la práctica un cambio muy profundo. El nuevo sistema consistía en que el Tesoro cedería los bonos emitidos al Banco de España al tipo de interés fijo del 5 por 100 y que éste revendería los bonos en el mercado al tipo de interés libre resultante de la demanda de bonos por las instituciones financieras y de las ofertas que, guiándose por las cantidades que considerara preciso colocar en su política de regulación de la liquidez del sistema bancario, realizara el Banco de España. De hecho, éste ni siquiera adquiriría los bonos de antemano, ya que la emisión y cesión por el Tesoro al Banco se produciría en el mismo día en que éste hubiera acordado su reventa a alguna de las instituciones financieras autorizadas a adquirirlos. Con ello se llegaba, por una vía indirecta, a un sistema de emisión de bonos con características casi ideales, puesto que suponía de hecho emisiones continuas de bonos, a través de subastas diarias, realizadas directamente por el Banco de España y por un procedimiento mucho más ágil que cualquier otro basado en subastas periódicas por el Tesoro.

Aunque el volumen de emisiones realizado a través del nuevo sistema, así como el de las intervenciones del Banco de España en el mercado, haya sido modesto, la nueva experiencia reviste gran interés, tanto como prueba de la viabilidad de un mercado de bonos como por señalar lo que puede ser en el futuro próximo la actuación del Banco de España en su política de regulación de la liquidez del sistema bancario, y por ello conviene detenerse a describirla. En la práctica, el nuevo sistema de emisiones ha permitido dar un sentido a la norma genérica, ya aludida, de que el Banco de España actuara interviniendo en el mercado secundario. La materialización de este hecho no está solo en que el Banco de España actúa como vendedor de bonos, sino en que opera simultáneamente como comprador de ellos.

El Banco de España recibe diariamente a primeras horas de la mañana las peticiones y ofertas de bonos de las instituciones que participan en el mercado, propuestas que especifican las cantidades y los tipos de interés a que dichas entidades desean operar (1). Por su parte, el Banco de España establece, dentro de los límites que le imponen esas ofertas, el volumen neto

-
- (1) Todas las operaciones del mercado de bonos se conciertan con referencia a un tipo de interés, aunque se realizan después fijando un precio a los bonos que es función de dicho tipo de interés y del plazo que resta hasta el vencimiento del bono. En el caso de emisión de bonos, el tipo de interés es la rentabilidad que resultará para el comprador si retiene el bono hasta su vencimiento; en el caso de compra de bonos por el Banco de España, es la rentabilidad que resultará para el Banco si procede de igual modo. La rentabilidad que resulte para el vendedor por el período en que los haya mantenido en su cartera dependerá entonces del precio de compra y de venta de los bonos. El que un comprador obtenga bonos a un tipo de interés y los venda después a un tipo de interés superior no implica necesariamente que deje de obtener una rentabilidad positiva por el período en que los mantuvo en su cartera, inferior, por supuesto, a la inicial.

de emisión de bonos que desea realizar en el día. A la vista de este objetivo y de los tipos de interés propuestos por las instituciones financieras, determina unos tipos de intervención en el mercado, que generalmente coinciden con una o varias de las ofertas realizadas. En este caso, las operaciones se realizan inmediatamente en firme, pero el Banco de España suele comunicar los tipos de interés a las instituciones que han hecho ofertas a tipos de interés distintos, dándoles la oportunidad de reconsiderar su propuesta a la vista de estos tipos.

Tras unos momentos iniciales en los que no se habían establecido criterios definidos, la actuación del Banco de España consiste hoy día en señalar un tipo de interés para los bonos que vende y un tipo de interés, superior al anterior, para los bonos que compra, de modo que el Banco opera en el mercado de bonos de forma similar a como lo hace en el de moneda extranjera, señalando un tipo vendedor y un tipo comprador a los que está dispuesto a operar ilimitadamente, dentro de los márgenes de las ofertas iniciales de las instituciones financieras. La diferencia entre ambos tipos es relativamente importante —ha oscilado, según los días, entre 0,1 por 100 y 0,5 por 100—, por lo que en principio las entidades financieras deben tener interés en acudir a otras instituciones financieras tanto para comprar como para vender bonos, ya que, si consiguen cerrar operaciones entre ellas a un tipo intermedio entre los señalados por la intervención por el Banco de España, ambas partes se beneficiarán, al igual que ocurre en el mercado interbancario de moneda extranjera, comparado con el mercado de intervención del Banco de España. Este es uno de los objetivos que persigue el Banco de España, que aspira con ello a que las peticiones de bonos o las demandas de recompra de bonos que llegan a él sean el residuo de las operaciones del mercado interbancario. De momento no parece que las instituciones financieras realicen muchas cesiones de bonos entre sí, pero esto debe explicarse más por la novedad del sistema y por la escasa importancia del volumen de bonos en circulación que por falta de estímulos económicos para ello. Es, pues, de esperar que las instituciones financieras y los intermediarios que operan en el mercado interbancario no tarden en apreciar la conveniencia de estimular los cauces adecuados para que se desarrolle un verdadero mercado interbancario de bonos del Tesoro.

Esta intervención no ha dejado de plantear problemas técnicos. En cuanto a las operaciones de venta de bonos por el Banco, todos los bonos se emiten a tres meses, por imposición legal, y esto da una innecesaria rigidez al nuevo sistema y a las intervenciones del Banco de España. La demanda de bonos a plazo inferior solo puede ser satisfecha en el mercado secundario, mercado que, tanto por la novedad del sistema como por el escaso volumen de bonos emitido o que pueda emitirse en un futuro inmediato, será muy estrecho durante cierto tiempo. La inexistencia de estos bonos impide además al Banco de España señalar con regularidad un tipo de intervención vendedor para plazos inferiores a los tres meses. En efecto, el Banco solo puede hacerlo cuando dispone de bonos que previamente ha recomprado a instituciones que inicialmente los suscribieron a tres meses. En una coyuntura en que se ha tendido a elevar el volumen neto de emisiones, esas recompras han sido ocasionales, por lo que las intervenciones vendedoras del Banco a plazo inferior a tres meses han sido solo esporádicas. Por otro lado, esas intervenciones se han caracterizado por la heterogeneidad de sus plazos, dependientes

del que restara hasta el vencimiento de los bonos. A medida que crezca el volumen de emisiones, esa heterogeneidad de vencimientos irá en aumento, haciendo más complejo el problema. Sería tal vez conveniente que en el futuro se autorizara la emisión, junto a los bonos a tres meses, de bonos a plazo inferior, lo que permitiría regularizar y tipificar la intervención vendedora del Banco de España en el mercado monetario a plazos inferiores a tres meses.

La intervención compradora del Banco de España suscita también problemas, pues si bien el Banco ha mantenido en todo momento su disposición a recomprar los bonos, garantizando de esta forma la liquidez de los mismos, a reserva, naturalmente, de señalar el tipo comprador, la heterogeneidad de vencimientos de los bonos en circulación no le permite cotizar con regularidad tipos compradores de intervención para plazos tipificados (vgr.: dos meses, un mes). Esto ha llevado a que la cotización de tipos de compradores se subordine a la oferta de venta de bonos por las instituciones tenedoras de los mismos y se ajuste a los vencimientos específicos de los bonos ofrecidos. Con ello la intervención compradora del Banco adquiere aparentemente un carácter discontinuo, que, aunque no responda a la realidad, puede perjudicar la eficacia del mercado a través de su impacto sobre las decisiones de compra de bonos. Dada la magnitud actual del mercado, el problema no es grave, pero es este un punto que adquirirá relieve en el futuro y al que habrá que encontrar solución.

La experiencia realizada es cuantitativamente poco importante —a finales de abril no existían más que 8.185 millones de pesetas de bonos del Tesoro en circulación—, pero de gran interés como síntoma del futuro de las intervenciones del Banco de España en el proceso de creación o destrucción de activos líquidos. Si la experiencia se hubiera iniciado mucho antes, hubiera permitido colocar un volumen muy sustancial de bonos del Tesoro en el mercado, asegurando así que este mecanismo fuera el cauce normal de intervención del Banco de España en el mercado monetario. Hoy, el futuro de este mecanismo dependerá del proceso de creación de activos líquidos a través de los factores autónomos. Si éstos siguen siendo importantes, como existe la posibilidad a lo largo de 1973, cabría que se expansionara. Si, por el contrario, el crecimiento de los factores autónomos resultara insuficiente, los nuevos bonos acabarían siendo amortizados, lo que forzaría a cancelar la experiencia hasta que se presentara una nueva situación favorable. Pero en este caso, que llevaría a la necesidad de expansionar el crédito del Banco de España a la banca, el mecanismo de los bonos habría servido de experiencia y ejemplo para definir unas reglas de funcionamiento de los mecanismos de apoyo financiero por el Banco de España al sistema bancario. Se observará que la intervención del Banco de España en el mercado de bonos implica hoy día varios puntos que constituyen novedad: a), el señalamiento diario por el Banco de España de un tipo de interés variable y desconectado del tipo básico; b), la disposición a operar, tanto vendiendo como comprando bonos, en cantidades que, limitadas día a día, no lo están si se considera un plazo más largo, y c), un control de las cantidades netas emitidas a través de la manipulación de los tipos de interés. Se observará también que la compra de bonos del Tesoro por el Banco de España a las instituciones financieras puede interpretarse como equivalente a un crédito del Banco por el plazo que resta

hasta el vencimiento del bono comprado (1). Con ello se verá que de hecho el Banco de España ha empezado ya a practicar una política de apoyo financiero al sistema bancario, a través de tipos de interés modificados día a día (2). Cabe, pues, señalar la disparidad que hoy existe entre la intervención en el mercado de bonos a tipo de interés variable y el mantenimiento de unas líneas de crédito a tipos de interés fijos, inferiores, a demás, a aquéllos (3). Si la emisión de bonos es un medio idóneo en una coyuntura en que la intervención de la autoridad monetaria ha de centrarse en la absorción de excedentes de liquidez, en una situación contraria, en la que sea preciso apoyar el proceso de creación de liquidez, esa intervención tendrá que discurrir por mecanismos análogos que funcionen en sentido inverso. De haberse colocado grandes cantidades de bonos del Tesoro, ello se podría conseguir mediante su recompra. Pero la colocación de bonos se ha iniciado en un momento tardío y es probable que la necesidad de invertir el signo de las intervenciones de la autoridad se plantee antes de que el volumen de bonos emitidos llegue a ser importante. De ahí que, en un plazo más o menos próximo, surja la conveniencia de arbitrar mecanismos de crédito que cumplan esa función. No tendría entonces mucho sentido que existiendo un mecanismo muy flexible para la absorción de liquidez, como es hoy día el de los bonos del Tesoro, se volviera a los rígidos sistemas antiguos para su creación, sobre todo cuando una política muy flexible de intervenciones puede requerir frecuentes cambios en el signo de éstas (4).

Otro terreno en el que se han producido cambios importantes es en el de la exigencia de depósitos obligatorios en el Banco de España, en contrapartida de los **depósitos en pesetas convertibles**, así como en el de la propia normativa de estas cuentas en pesetas convertibles. La regulación introducida por Orden Ministerial de 19 de octubre de 1971, que, además de

- (1) Contablemente, la venta de bonos al Banco de España antes de su vencimiento se traducirá en un cambio de la rentabilidad efectivamente obtenida de los bonos durante el periodo de su mantenimiento en la cartera: aumento de la rentabilidad inicial, si se venden a un tipo de interés inferior inicial, y descenso, en el caso contrario. En principio se llegaría a un mismo resultado, si se mantuvieran los bonos en la cartera hasta su vencimiento, obteniendo de ellos la rentabilidad inicial, y se recibiera del Banco de España un crédito por plazo y a tipo de interés similares a los implícitos en la operación de venta de los bonos al Banco.
- (2) Véase gráfico III-5 y los comentarios de la página 148.
- (3) Paradójicamente, esta situación no ha dado lugar a una utilización masiva de los márgenes de crédito del Banco de España para adquirir bonos, como habría sido esperar. Sobre las razones que pueden explicar esto se hablará en el epígrafe 7. El problema citado en el texto no es serio respecto de las líneas de crédito ya existentes, puesto que, prescindiendo de los márgenes de crédito correspondientes a la pignora-ción de deuda pública, bloqueados por los coeficientes de caja, los márgenes disponibles en las restantes líneas son de escasa cuantía —véase cuadro III-4 (pág. 161) y comentarios del epígrafe 7 (pp. 165-67)—. Por otra parte, tales líneas de crédito están, en general, llamadas a extinguirse, por amortización de los correspondientes instrumentos (vgr.: redescuento especial) o por una política consciente del Banco de España (vgr.: redescuento ordinario).
- (4) Un mecanismo de crédito de este tipo tendría al menos dos funciones adicionales: a), a través de la intensidad de las apelaciones a este crédito, ser un buen indicador a corto plazo de las presiones en el mercado monetario; b), constituir una válvula de seguridad que evitara alteraciones bruscas en la liquidez bancaria por factores imprevistos que el Banco no pudiera compensar a corto plazo.

obligar a la banca a constituir depósitos de efectivo en el Banco de España, equivalentes al incremento que experimentarán los saldos de sus depósitos en pesetas convertibles a menos de tres meses, prohibía satisfacer intereses sobre tales aumentos (1), sufrió varias alteraciones.

A las obligaciones anteriores se añadió, por Orden Ministerial de 28 de julio de 1972, la de constituir depósitos en el Banco de España por el 50 por 100 de los incrementos de las cuentas pasivas en pesetas convertibles a tres o más meses de plazo. Se mantenía para los nuevos depósitos en el Banco de España la norma de no ser computables en el coeficiente de caja y de que las partidas incluidas en éste no sirvieran para descargar las nuevas obligaciones. Pero, a diferencia de lo ocurrido con los depósitos a menos de tres meses, no se prohibía a la banca abonar intereses por los incrementos de las cuentas a mayor plazo, constituyendo también novedad la autorización otorgada al Banco de España para establecer el modo de cálculo y fechas de cómputo de los movimientos de las cuentas en pesetas convertibles y el momento en que habían de constituirse los depósitos. La motivación de esta norma era completar los objetivos de la Orden Ministerial de 19 de octubre de 1971, es decir, cerrar el paso a la posibilidad de que la banca pudiera desarrollar una política de obtención de activos líquidos en el extranjero que frustraron los objetivos perseguidos por el Banco de España en su regulación de la liquidez bancaria. La normativa anterior, contra lo que se esperaba, había mostrado ser insuficiente (2), y de ahí esta extensión a los depósitos a más de tres meses. Desde este punto de vista, hubiera sido deseable aplicar a esas cuentas la exigencia de un depósito obligatorio del 100 por 100, en lugar del 50 por 100. En esta última decisión pesó el temor a invalidar por completo el mecanismo de las pesetas convertibles, que, como vehículo de pagos internacionales, desempeñaba una función útil. En suma, la medida equivalía a duplicar el coste para la banca de su endeudamiento en el exterior a través de depósitos en pesetas convertibles a más de tres meses. En cuanto a frenar de este modo una posible especulación exterior a favor de una revaluación de la peseta, deseo que también existía, la medida no tenía gran trascendencia, ya que, aun en el supuesto de que los depósitos en pesetas convertibles no percibieran ningún interés —lo que, además, no era el caso en los depósitos a más de tres meses—, esto no hubiera impedido una especulación cuyos beneficios a corto plazo podían superar en mucho a los tipos de interés de los mercados monetarios (3).

La nueva crisis monetaria internacional de febrero de 1973 reavivó el deseo de incrementar el control de los depósitos en pesetas convertibles, para evitar la constitución de nuevas posiciones especulativas. La Orden Ministerial de 6 de febrero de 1973 (4) incluyó a las cajas de ahorro entre las instituciones obligadas a constituir depósitos en el Banco de España y elevó la cobertura al 100 por 100 de los incrementos de los depósitos en pesetas convertibles, indi-

(1) Véase Informe 1971, página 134.

(2) Véase epígrafe I.4., del Capítulo IV.

(3) Así, por ejemplo, una revaluación del 5 por 100 en depósitos inmovilizados por tres meses supondría una tasa anual de interés del 21,6 por 100 y en depósitos inmovilizados por un mes, del 79,6 por 100.

(4) Desarrollada por la Circular del Banco de España número 74, de 9 de febrero de 1973.

vidualmente considerados, extendiendo la prohibición de satisfacer intereses sobre los incrementos de los depósitos a tres o más meses de plazo. Al incluir entre los incrementos la renovación de todos los depósitos a plazo, la exigencia de depósitos obligatorios en el Banco de España acabaría aplicándose al cabo de cierto tiempo al saldo total de depósitos pasivos en pesetas convertibles. Esta Orden estableció un complejo sistema de cómputo para determinar la obligación de constituir los depósitos en el Banco de España, que no se va a describir en detalle, dado el breve período en que estuvo vigente. En efecto, pocas semanas más tarde, por Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973, se modificaba esa normativa, incluyendo esta vez cambios en el propio funcionamiento de las cuentas en pesetas convertibles.

Para comprender el alcance de los cambios introducidos en el funcionamiento de las pesetas convertibles, conviene resumir su anterior regulación. Las cuentas extranjeras en pesetas convertibles nacieron como consecuencia de la declaración de convertibilidad exterior de la peseta hecha por Orden Ministerial de 15 de julio de 1961. El I. E. M. E. especificó el alcance de la convertibilidad en Resolución de 19 de julio de 1961 (1), que clasificó las cuentas extranjeras en cuentas en pesetas convertibles y cuentas en pesetas interiores, atribuyendo a las primeras la nota característica de conversión automática a voluntad de sus poseedores, sin necesidad de previa autorización. La banca delegada podía abrir estas cuentas y movilizarlas sin previa autorización del I. E. M. E., acreditándolas por venta de divisas en el mercado español, pago de importaciones españolas, otros pagos corrientes y de capital autorizados, trasposos con cargo a otras cuentas similares e intereses bancarios devengados, y adeudándolas por compra de divisas en el mercado interior, pagos a realizar en España (por exportaciones, inversiones directas o de cartera, compra de inmuebles, etc.) y trasposos a otras cuentas extranjeras. Se trataba de un sistema muy liberal que, al margen de la convertibilidad asegurada a las pesetas generadas por pagos autorizados de residentes a no residentes, permitía una libertad total de movimientos a los fondos exteriores que previamente se hubieran abonado en dichas cuentas. De este modo, las pesetas convertibles eran no solo un vehículo de pagos entre España y el exterior, sino un mecanismo que permitía a los no residentes especular libremente a favor de una revaluación de la peseta y a la banca española obtener libremente una financiación exterior a corto plazo, para salvar los problemas de liquidez que pudieran derivarse de la política perseguida por la autoridad monetaria española.

Estas dos últimas facetas no habían planteado problemas serios, hasta que recientemente surgieron, por una parte, expectativas de revaluación de la peseta y se inició, por otra, una política monetaria que debía llevar tarde o temprano a colocar a la banca en una posición de liquidez poco holgada. Las medidas relativas a los depósitos obligatorios, que ya se han descrito, tendían a frenar la especulación exterior sobre la peseta y a impedir que la banca compensara, a través de su endeudamiento en el extranjero, la acción de las autoridades moneta-

(1) *Boletín Oficial* de 20 de julio de 1961. Desarrollada por la Circular del I. E. M. E. número 202, de 20 de julio de 1961.

rias, pero finalmente parecieron insuficientes. El sentido, pues, de la reforma del funcionamiento de las pesetas convertibles era sencillamente mantenerlas como vehículo de pagos exteriores, eliminando las dos posibilidades adicionales que antes se mencionaron.

La Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 (1) instrumenta el nuevo sistema distinguiendo dos tipos de cuentas en pesetas: las «cuentas extranjeras en pesetas para pagos en España» (cuentas A) y las «cuentas extranjeras en pesetas convertibles» (cuentas B) (2).

Los bancos y demás entidades delegadas del Banco de España-I. E. M. E. pueden abrir «cuentas extranjeras en pesetas para pagos en España» (cuentas A) y movilizarlas, sin previa autorización, acreditándolas por el contravalor en pesetas de divisas vendidas por un no residente para abono en cuenta, por importes procedentes de otras cuentas A o B o bien por el devengo de intereses bancarios de las propias cuentas, y adeudándolas solamente con objeto de efectuar pagos a favor de residentes o por transferencia a otras cuentas del mismo tipo A. La característica que define, pues, a estas cuentas es el destinarse exclusivamente a atender obligaciones de pago frente a residentes, ya se trate de operaciones corrientes o de capital; por lo tanto, la banca delegada no puede comprar divisas con cargo a ellas, sino simplemente efectuar pagos interiores o traspasar los saldos a otras cuentas de igual naturaleza. Los extranjeros, por otra parte, sí pueden incrementar sus posiciones en estas cuentas con el producto de la venta de divisas en el mercado español, pero estos saldos quedan bloqueados en el interior del país, no pudiendo transferirse al exterior, como sucedía con las antiguas cuentas de pesetas convertibles.

De las cuentas extranjeras en pesetas convertibles (cuentas B) se puede disponer sin necesidad de autorización previa con tres finalidades: para realizar pagos en España (3), para su transferencia a otras cuentas B —permitiendo así la negociabilidad de esas pesetas entre no residentes— y para su libre conversión en divisas. De este modo, las cuentas B vienen a representar, en materia de pagos, una continuidad con las antiguas cuentas en pesetas convertibles. De hecho, las cuentas en pesetas convertibles existentes en el momento de la reforma pasaron automáticamente a tener la consideración de cuentas B, de manera que a sus titulares se les respetaban las facultades básicas de conversión o utilización para pagos interiores de que ya gozaban. Los abonos, en cambio, solo pueden provenir bien de cobros en pesetas, generados dentro del país, con derecho a transferirse al exterior según la legislación sobre control de cambios, bien de traspasos de otras cuentas B o del devengo de sus propios intereses. Se ex-

(1) Desarrollada por Circular del Banco de España-I. E. M. E. número 287, de 23 de marzo de 1973.

(2) El nuevo sistema no modifica la situación respecto a las antiguas cuentas de no residentes en pesetas no convertibles.

(3) La Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 no permitía hacerlo directamente, sino que autorizaba solo la transferencia de una cuenta B a una cuenta A, a partir de la cual se podían realizar los pagos en España. La Circular del Banco de España-I. E. M. E. número 287, al desarrollar esas normas, vino a admitir prácticamente la posibilidad de realizar pagos en España a partir de las propias cuentas B. Desde este punto de vista, cuentas A y cuentas B están, pues, equiparadas.

cluye así la posibilidad, existente con anterioridad, de abonos por ingresos procedentes del exterior.

En definitiva, se han creado dos compartimentos relativamente aislados, entre los que puede haber un trasvase en la dirección de B a A, pero no de A a B, puesto que se rompería la lógica del sistema, que reside en que las cuentas A, únicas que ofrecen un cauce a la libre entrada de capitales extranjeros, solo pueden ser destinadas a pagos en España, justamente al contrario de lo que ocurre con las cuentas B, convertibles, pero cuyo crecimiento, alimentado solo con pesetas generadas en España por operaciones previamente autorizadas, se aísla del exterior.

Con el nuevo sistema se han mantenido las restricciones relativas al pago de intereses, así como los depósitos obligatorios (1). Se prohíbe, pues, el pago de intereses sobre el saldo total de las cuentas A y B abiertas a partir de dicha Orden. Respecto de las cuentas B procedentes de las antiguas cuentas de pesetas convertibles, se les aplican las normas anteriores, que implican la prohibición de pago de intereses para las cuentas a la vista y, en el caso de las cuentas a plazo, igual prohibición a partir de la fecha de su vencimiento o prórroga. En materia de depósitos obligatorios, se vuelve a un sistema parecido al anterior al de la Orden Ministerial de 6 de febrero de 1972, con un control global de los saldos. Los depósitos obligatorios en el Banco de España, sin interés, se establecen en un 100 por 100 de los saldos de las cuentas A. Para las cuentas B se fija un límite global exento, que viene dado por la diferencia entre el saldo total de depósitos de pesetas convertibles en la fecha de entrada en vigor de la Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 y el saldo de depósitos obligatorios en el Banco de España exigibles, en la misma fecha, en virtud de las normas anteriores. A partir de esta cifra, los incrementos en los saldos de las cuentas B incurren también en la obligatoriedad de un depósito del 100 por 100 (2).

A principios de 1973 se produjo, asimismo, una modificación del **coeficiente de inversión de la banca privada**, que, pese a su escasa trascendencia, desde el punto de vista de la política monetaria, tiene interés mencionar, por estar indirectamente implicada con ésta. El Tesoro decidió limitar, a partir del mes de marzo de 1972, el volumen de emisiones de cédulas para inversiones con destino al crédito oficial (3), visto que el volumen de financiación requerido por éste era muy inferior a las emisiones que venían realizándose hasta ese momento. Dado que las cédulas para inversiones eran el principal componente de la parte del coeficiente de inversión que debía destinarse, como mínimo, a inversiones en deuda pública (15 por 100 de los depósitos computables, sobre un total coeficiente del 22 por 100) y que la necesidad de las

(1) En este punto, la Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 ha sido desarrollada por la Circular del Banco de España a la banca privada número 77 y por la Circular a las cajas de ahorro número 5, ambas de 20 de marzo de 1973.

(2) Se establece un desfase de seis días hábiles entre la fecha de cómputo de la obligación de constitución de los depósitos y la realización o devolución de éstos.

(3) Véase págs. 149-50 y epígrafe I.3., del Capítulo IV.

emisiones derivaba del rápido crecimiento de los depósitos de la banca y de la existencia de este coeficiente, que de otro modo no podía ser cumplido por la banca, se decidió, por Orden Ministerial de 31 de enero de 1973, reducir el coeficiente de inversión, como medio indirecto de disminuir esa demanda artificial de cédulas para inversiones (1). La norma citada rebajó el coeficiente total del 22 por 100 al 21 por 100, al tiempo que disminuía el componente, mínimo, a invertir en deuda pública del 15 por 100 al 14 por 100, dejando, pues, inalterado el porcentaje residual que podía ser invertido en operaciones especiales de crédito al sector privado (2).

Novedad interesante del año 1973 fue la modificación de los **coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorro**. Hasta el presente, las cajas de ahorro estaban obligadas a destinar hasta un 80 por 100 de sus depósitos a determinadas modalidades de inversión. Concretamente se les exigía destinar el 45 por 100 a fondos públicos o, supletoriamente, a valores industriales de renta fija declarados computables, y el 35 por 100, a una diversidad de préstamos, llamados de regulación especial, a la agricultura, a la vivienda, a las pequeñas empresas, etc., porcentaje que estaba además subdividido en diversos coeficientes parciales destinados a cada una de esas actividades. La importancia de la Orden Ministerial de 31 de enero de 1973 (3) es que supone no solo un cambio en una situación congelada, desde agosto de 1964, salvo modificaciones de escasa importancia, sino la primera ruptura con una política dirigista proseguida desde hace ya muchos años. Esta disposición reduce el coeficiente de inversión obligatoria por las cajas en fondos públicos y valores privados computables del 45 al 40 por 100 y el coeficiente total de préstamos obligatorios del 35 al 30 por 100. Al mismo tiempo se suprimen los coeficientes parciales aplicables a préstamos de distintas categorías, con lo que la exigencia se reduce ahora a un total, dejando en libertad a las cajas en cuanto a la distribución del mismo entre las diversas modalidades de préstamo previstas (4). Pero quizá lo menos importante de la Orden sea la reducción que introduce en dichos coeficientes; las modificaciones citadas no son trascendentales, particularmente si se tiene en cuenta que se establece un período mínimo obligatorio de adaptación a los nuevos coeficientes por terceras partes a lo largo de tres años. Lo esencial es que se trata de una norma que constituye un primer paso hacia el abandono de unas reglas de distribución cuantitativa de las inversiones de las cajas de ahorro, en franca discordancia con la flexibilidad necesaria en un sistema financiero moderno. De la exposición de motivos de la Orden Ministerial comentada podría deducirse además que esta medida anuncia futuras actuaciones del mismo signo.

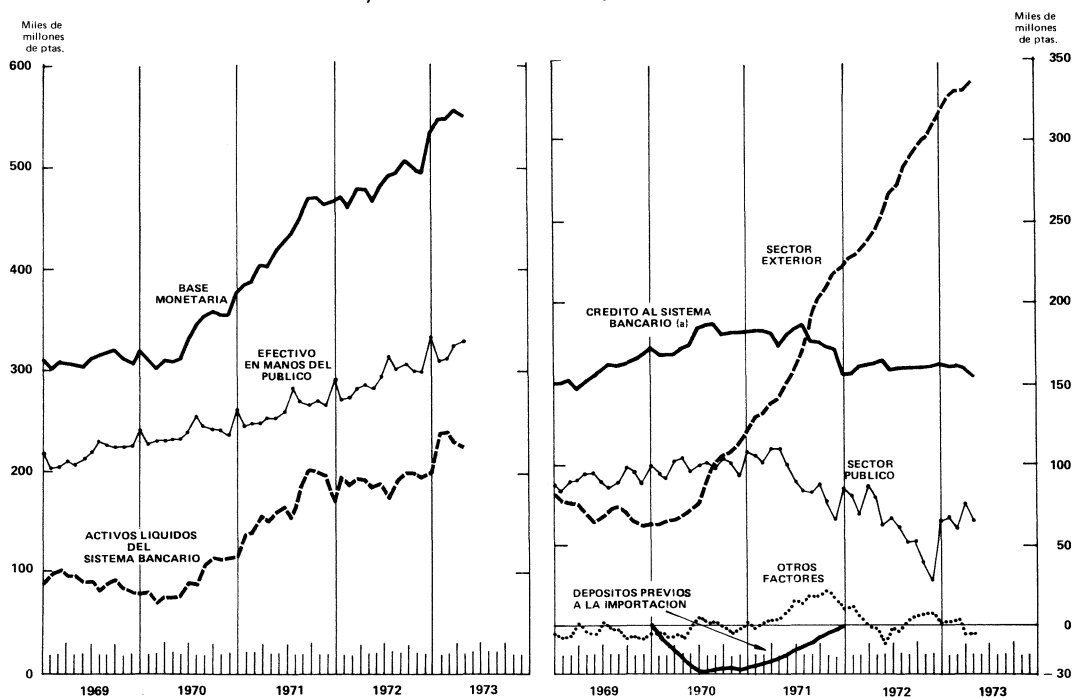
- (1) Como ya se puso de relieve en el Informe anterior (páginas 194 y 145-6) y se comenta también en éste (véase epígrafe I.3., del Capítulo IV), la demanda estaba también afectada por los tipos de interés relativos, que operaban a favor del cumplimiento del coeficiente mediante inversiones en fondos públicos, que tenían la consideración de mínimas, pero no de máximas.
- (2) Al Banco Exterior de España y a los bancos industriales, obligados excepcionalmente a destinar la totalidad de su coeficiente de inversión a créditos al sector privado, se les mantenían los coeficientes de inversión vigentes hasta el momento (22 por 100 y 7 por 100, respectivamente).
- (3) Desarrollada por Circular número 6 del Banco de España, de 7 de marzo de 1973.
- (4) Esto permitirá una mayor flexibilidad de actuación a las cajas a las que su localización geográfica les permita especializarse en una u otra modalidad de crédito. La nueva disposición contiene además modificaciones en las condiciones operativas de algunos de los préstamos con regulación especial.

3. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario

El aumento de los activos líquidos del sistema bancario en 1972 —cuadro III-1 y gráfico III-2— fue de 25,5 miles de millones de pesetas (14,6 por 100), cifra sensiblemente inferior a los 56,3 (47,5 por 100) de 1971 y a los 37,5 (46,2 por 100) de 1970. La simple contemplación del gráfico III-2 basta para ver que estas cifras anuales, e incluso las trimestrales que recoge el cuadro III-1, no describen adecuadamente la evolución de esta magnitud. Los activos líquidos del sistema bancario llegaron a un punto máximo en el mes de septiembre de 1971 (202,8 miles de millones), cifra que no se volvió a alcanzar en todo el año 1972. Tomando los dos años en conjunto y el final del tercer trimestre de 1971 como divisorio, aquella magnitud creció en 84,2 miles de millones en los tres primeros trimestres de 1971, mientras que desde entonces a finales de 1972 disminuyó en 2,5 miles de millones.

GRAFICO III-2

Base monetaria y activos líquidos del sistema bancario y sus factores explicativos



En una primera impresión de los factores responsables de esa evolución anual se observa que, por tercer año consecutivo, el factor expansivo dominante fue el sector exterior (90,5 miles de millones en 1972 y 101,0 en 1971), a través del aumento de reservas internacionales derivado del superávit de la balanza de pagos. El año 1972 fue también muy semejante a

CUADRO III-1

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1971				1972				1973
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1. Efectivo en manos del público (a) . . .	— 20,5	— 31,1	— 40,5	14,9	— 13,7	— 7,4	— 24,9	9,5	— 10,5	— 11,5	— 28,0	10,4
2. Sector exterior	57,8	101,0	90,5	16,3	22,2	42,2	20,3	13,6	30,5	27,9	18,5	17,0
3. Sector público	9,1	— 21,6	— 23,5	2,2	— 22,3	— 0,2	— 1,3	0,1	— 20,5	— 13,9	10,8	14,1
Administración Central	6,2	2,3	— 21,5	8,2	— 23,4	13,9	3,6	— 0,5	— 18,6	— 10,1	7,7	14,6
Organismos Oficiales	2,9	— 23,9	— 2,0	— 6,0	1,1	— 14,1	— 4,9	0,6	— 1,9	— 3,8	3,1	— 0,5
4. Depósitos previos a la importación (a)	— 23,8	25,7	—	3,7	6,0	9,0	7,0	—	—	—	—	—
5. Otros factores	5,8	7,6	— 7,0	3,1	13,2	1,3	— 10,0	— 6,6	— 2,3	7,1	— 5,2	— 8,2
6. Créditos del sistema bancario	9,1	— 25,5	6,0	0,1	2,1	— 8,4	— 19,1	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 1,3
Banca	9,3	— 24,8	— 4,9	0,3	2,2	— 8,3	— 19,0	— 2,3	— 4,7	— 0,4	2,5	— 2,7
Dispuesto	— 12,3	— 42,2	10,3	— 30,0	— 3,2	— 2,2	— 6,8	— 4,1	1,3	10,1	3,0	— 12,0
Disponible	21,6	17,4	— 15,2	30,3	5,4	— 6,1	— 12,2	1,8	— 6,0	— 10,5	— 0,5	9,3
Cajas de ahorro	— 0,2	— 0,5	10,9	— 0,2	— 0,1	— 0,1	— 0,1	8,4	1,0	1,1	0,4	1,4
Dispuesto	— 0,5	— 0,1	0,1	— 0,1	—	— 0,1	0,1	0,1	— 0,1	0,1	—	—
Disponible	0,3	— 0,4	10,8	— 0,1	— 0,1	—	— 0,2	8,3	1,1	1,0	0,4	1,4
7. Activos líquidos del sistema bancario (1 a 6)	37,5	56,3	25,5	40,3	7,5	36,5	— 28,0	22,7	— 6,4	10,2	— 1,0	32,0
Banca	36,6	54,9	— 4,3	41,2	6,6	36,8	— 29,7	0,4	— 9,4	10,6	— 5,9	31,6
Efectivo y depósitos	15,0	37,5	10,9	10,9	1,2	42,9	— 17,5	— 1,4	— 3,4	21,1	— 5,4	22,3
Disponible	21,6	17,4	— 15,2	30,3	5,4	— 6,1	— 12,2	1,8	— 6,0	— 10,5	— 0,5	9,3
Cajas de ahorro	0,9	1,4	29,8	— 0,9	0,9	— 0,3	1,7	22,3	3,0	— 0,4	4,9	0,4
Efectivo y depósitos	0,6	1,8	19,0	— 0,8	1,0	— 0,3	1,9	14,0	1,9	— 1,4	4,5	— 1,0
Disponible	0,3	— 0,4	10,8	— 0,1	— 0,1	—	— 0,2	8,3	1,1	1,0	0,4	1,4

Ver cifras anuales más detalladas en el cuadro Apéndice 22.

(a) Aumento (—).

1971 en cuanto a la normal evolución contractiva del efectivo en manos del público, que, sin embargo, aumentó en intensidad, y en cuanto al impacto, también contractivo, del sector público (23,5 miles de millones en 1972, frente a 21,6 en 1971). Donde difieren ambos años fue en la evolución de los depósitos previos a la importación, que ejercieron un efecto expansivo de 25,7 millones de pesetas en 1971 y que, devueltos en el curso de dicho año, dejaron de actuar en 1972. El crédito del Banco de España al sistema bancario, que se había reducido bastante a lo largo de 1971, experimentó un pequeño aumento en 1972.

Pero el análisis detallado de esta evolución no resulta fácil a partir del esquema analítico tradicional del cuadro III-1 y del gráfico III-2, por lo que se recurrirá al cuadro III-2 y a los gráficos III-3 y III-4, que difieren de los anteriores en dos puntos. Por un lado, la cifra de activos líquidos del sistema bancario que recogen no es la que resulta de los balances del Banco de España, sino la que deriva de los propios balances del sistema bancario. Esta cifra es sistemáticamente superior a aquélla por desfases contables, pero muestra una evolución análoga (veáanse notas al cuadro III-2) y se introduce para enlazar después este análisis con el de la retención de activos líquidos por los coeficientes de caja. Por otro lado, los factores explicativos se agrupan entre factores autónomos y autoridad monetaria (1), lo que impide presentar cifras o gráficos de saldos y obliga a hacer el análisis en términos de variaciones.

Los datos del cuadro III-2 ponen de relieve que los activos líquidos del sistema bancario, medidos por los balances de éste, se incrementaron en 1972 en 24,0 miles de millones de pesetas, frente a 60,7 en 1971, y que esta diferencia se debió a la evolución de los factores autónomos, que contribuyeron al incremento de 1972 con un aumento de 59,6 miles de millones

-
- (1) La clasificación de los factores explicativos de la evolución de los activos líquidos del sistema bancario entre «factores autónomos» y «autoridad monetaria» es siempre algo arbitraria. Aquí se consideran factores autónomos todos aquellos no incluidos bajo el epígrafe de «autoridad monetaria», y éstos son concretamente el crédito del Banco de España a la banca, los depósitos previos a la importación, una serie de operaciones financieras del sector público y algunos conceptos de menor importancia relacionados con operaciones del Banco de España. En cuanto al sector público, se consideran como medidas monetarias la diferencia entre las emisiones netas de deuda pública y las dotaciones al crédito oficial. La razón reside en que todas las operaciones financieras del sector público tienen una vertiente monetaria en la medida en que esa financiación puede buscarse directamente en el Banco de España; con un efecto monetario expansivo, o en el resto del sistema económico, sin ese efecto. En conjunto, la solución adoptada es un desdoblamiento de las operaciones del sector público basado en considerar el saldo neto de sus operaciones no financieras como factor autónomo —es decir, se supone que son directamente financiadas por el Banco de España— y sus operaciones financieras con el resto de la economía, como un factor de política monetaria que compensa el anterior. En realidad, se separan solo las operaciones financieras principales, por las dificultades estadísticas ligadas a otras muchas operaciones de escasa envergadura, que quedan así incluidas en lo que se considera como factor autónomo. En conjunto, la imputación de determinados factores a la autoridad monetaria no presupone que en sus variaciones hayan influido decisiones directamente relacionadas con la política monetaria, sino solo que se trata de factores que, pese a su evolución más o menos autónoma, podían en principio haber sido modificados o controlados por la autoridad monetaria en el desarrollo normal de su actuación.

Factores explicativos de los excedentes de liquidez del sistema bancario

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1 9 7 1				1 9 7 2				1973
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1. Factores autónomos	38,9	100,4	59,6	35,8	11,3	40,6	12,7	40,1	8,3	11,2	—	39,4
Efectivo en manos del público	— 20,5	— 31,1	— 40,5	14,9	— 13,7	— 7,4	— 24,9	9,5	— 10,5	— 11,5	— 28,0	10,4
Sector exterior	57,8	101,0	90,5	16,3	22,2	42,2	20,3	13,6	30,5	27,9	18,5	17,0
Sector público (a)	4,6	17,7	2,4	2,6	— 9,4	3,6	20,9	18,0	— 11,0	— 13,4	8,8	19,4
Otras operaciones (b)	— 0,5	8,4	8,7	1,5	11,5	3,2	— 7,8	1,0	— 3,0	13,1	— 2,4	5,2
Desfase contable (c)	— 2,5	4,4	— 1,5	0,5	0,7	— 1,0	4,2	— 2,0	2,3	— 4,9	3,1	— 2,2
2. Autoridad monetaria	— 3,9	— 39,7	— 35,6	5,0	— 3,1	— 5,1	— 36,5	— 19,4	— 12,5	— 5,8	2,1	— 9,7
Sector público: Emisiones netas menos dotaciones al C. O. (a)	4,5	— 39,3	— 25,9	— 0,4	— 12,9	— 3,8	— 22,2	— 17,9	— 9,5	— 0,5	2,0	— 5,4
Crédito al sistema bancario	9,1	— 25,3	6,0	0,1	2,1	— 8,4	— 19,1	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 1,3
Depósitos previos a la importación	— 23,8	25,7	—	3,7	— 6,0	9,0	7,0	—	—	—	—	—
Otras operaciones (b)	6,3	— 0,8	— 15,7	1,6	1,7	— 1,9	— 2,2	— 7,6	0,7	— 6,0	— 2,8	— 3,0
3. Activos líquidos del sistema bancario según balance de éste (1+2) (d)	35,0	60,7	24,0	40,8	8,2	35,8	— 24,1	20,7	— 4,1	5,3	2,1	29,7
Banca	34,2	59,3	— 5,4	41,6	7,4	36,0	— 25,7	— 1,7	— 7,5	6,0	— 2,2	29,0
Cajas de ahorro	0,8	1,4	29,4	— 0,8	0,8	— 0,2	1,6	22,4	3,4	— 0,7	4,3	0,7
4. Autoridad monetaria: Retención de activos líquidos	— 82,3	— 34,5	— 53,9	— 3,5	— 5,2	— 3,8	— 22,0	— 22,8	— 7,0	— 9,5	— 14,6	— 10,2
Banca: Coeficiente de caja (e)	— 82,3	— 22,1	— 27,6	— 3,5	— 5,2	— 3,8	— 9,6	— 2,7	— 5,6	— 7,0	— 12,3	— 1,6
Banca: Depósitos obligatorios (f)	—	— 1,7	— 0,9	—	—	—	— 1,7	0,2	— 0,1	— 0,7	— 0,3	— 7,1
Cajas: Coeficiente de caja	—	— 10,7	— 25,4	—	—	—	— 10,7	— 20,3	— 1,3	— 1,8	— 2,0	— 1,4
Cajas: Depósitos obligatorios (f)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	— 0,1
5. Excedentes de liquidez del sistema bancario (3+4)	— 47,3	26,2	— 29,9	37,3	3,0	32,0	— 46,1	— 2,1	— 11,1	— 4,2	— 12,5	19,5
Banca	— 48,1	35,5	— 33,9	38,1	2,2	32,2	— 37,0	— 4,2	— 13,2	— 1,6	— 14,9	20,3
Cajas de ahorro	0,8	— 9,3	4,0	— 0,8	0,8	— 0,2	— 9,1	2,1	2,1	— 2,6	2,4	— 0,8
6. Excedentes de liquidez del sistema bancario: Saldos a fin de período	34,0	60,2	30,3	71,3	74,3	106,3	60,2	58,1	47,0	42,8	30,3	49,8

Estas cifras derivan, en principio, de una reordenación de las del cuadro III-1, pero explican la cifra de activos líquidos del sistema bancario que resulta del balance de éste, que difiere sistemáticamente, por desfases contables, de la recogida en el cuadro III-1, derivada del balance del Banco de España. El cuadro destaca la influencia de las intervenciones de la autoridad monetaria en los procesos de creación de liquidez, por una parte, y de retención de esa liquidez a través de los coeficientes de caja y depósitos obligatorios, por otra.

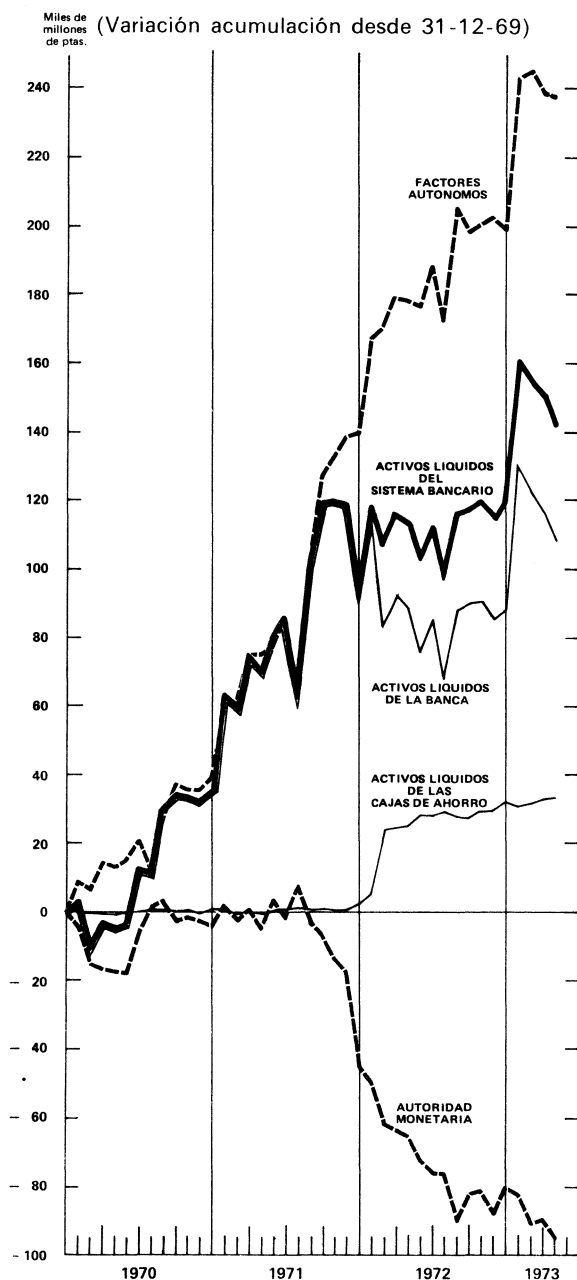
(a) La suma de estos conceptos coincide con el total «Sector público» en el cuadro III-1. En cuanto a los conceptos incluidos en «Autoridad monetaria» y en «Factores autónomos», véase nota de la página 35. (b) La suma de estos conceptos coincide con el total «Otros factores» en el cuadro III-1.

(c) Recoge las diferencias existentes entre las cifras de activos líquidos según balance del Banco de España y según balance del sistema bancario. Esta diferencia, poco importante en términos de variaciones, no es despreciable en términos de saldos, siendo las cifras del Banco de España inferiores en unos 8-10 mil millones de pesetas a las del sistema bancario. Este desfase, cuya distribución entre banca y cajas de ahorro no se detalla, se considera, para no complicar el cuadro innecesariamente, como un factor autónomo más. (d) La suma de estas cifras y del desfase contable que figura en los «Factores autónomos» es igual a la de activos líquidos del cuadro III-1. (e) Incluye, hasta julio de 1971, la retención derivada del antiguo coeficiente de liquidez.

(f) Depósitos obligatorios en el Banco de España exigidos en contrapartida de los pasivos en pesetas convertibles.

GRAFICO III-3

Activos líquidos del sistema bancario y sus factores explicativos (a)



de pesetas, frente a los 100,4 de 1971. Los factores agrupados bajo el epígrafe «autoridad monetaria» fueron en 1972 contractivos, por un importe de 35,6 miles de millones de pesetas, cifra análoga a los 39,7 de 1971. Pero esta evolución anual no refleja bien la realidad, que queda mejor recogida en las cifras trimestrales del propio cuadro III-2, que no se comentarán en detalle, y en los gráficos III-3 y III-4, a los que se refieren los párrafos siguientes. En ellos se muestra, para los mismos conceptos reflejados en el cuadro III-2, la variación mensual acumulada a partir de finales de 1969 (1).

El gráfico III-3 permite distinguir tres fases en la evolución reciente. La primera, de mediados de 1970 a septiembre de 1971, se caracterizó por un aumento muy acusado del volumen de activos líquidos del sistema bancario y por el hecho de que éste vino exclusivamente a través del crecimiento de los factores autónomos, siendo la actuación de la autoridad monetaria totalmente pasiva.

La segunda fase transcurre entre septiembre de 1971 y diciembre de 1972 —lo que la convierte en el período básico de referencia en el análisis de este capítulo— y destaca por la estabilidad

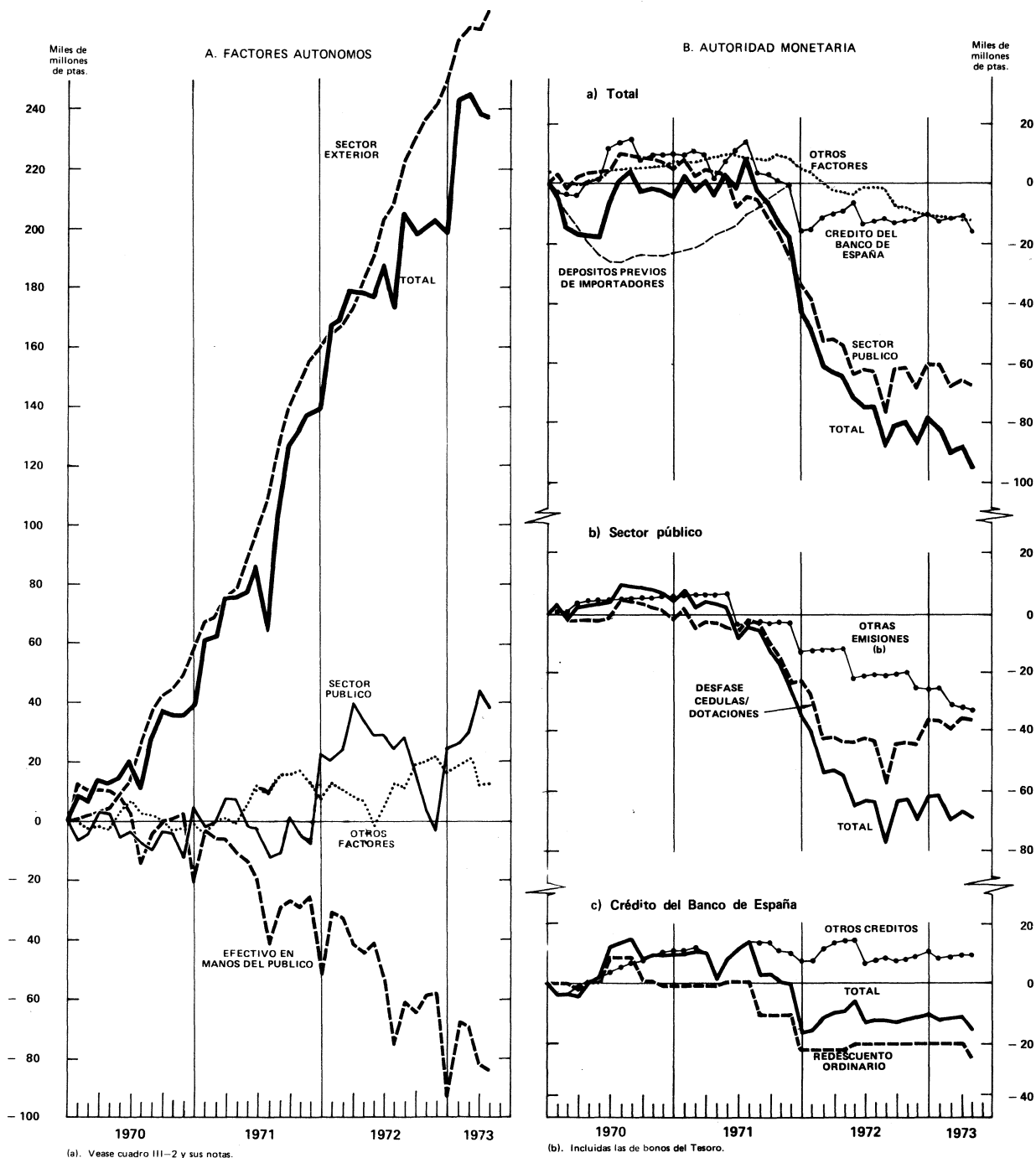
(1) Se ha escogido este sistema de representación porque es el que mejor muestra la evolución de los últimos tres años, tomando además como partida la fecha de finales de 1969, pues de este modo se obtiene un análisis coherente de un período muy diferente de los años anteriores.

del volumen de activos líquidos del sistema bancario. La palabra estabilidad es válida solo en contraposición al período anterior y sería más exacto decir que el punto máximo alcanzado en septiembre de 1971 no llegó prácticamente a superarse en ninguno de los meses siguientes. En efecto, dentro del período se observan, por una parte, fluctuaciones a muy corto plazo, con caída y subsiguiente recuperación del volumen de activos líquidos —destacan por su intensidad las de diciembre de 1971 y julio de 1972—, y por otra, una ligera tendencia a la baja entre septiembre de 1971 y julio de 1972, que, tras el aumento de agosto de 1972, deja paso a unos meses de mayor estabilidad. El fuerte contraste de esta fase con la anterior proviene de la intensa actuación contractiva de los factores denominados «autoridad monetaria» entre el tercer trimestre de 1971 y el tercero de 1972. Los factores autónomos, por el contrario, no mostraron tal ruptura y, aunque con intensidad decreciente, siguieron actuando con gran fuerza expansiva hasta agosto de 1972. En los meses finales de 1972 estos factores se estabilizaron, al tiempo que ocurría lo mismo con las intervenciones de la autoridad monetaria. Así, dentro de la segunda fase descrita, cabe distinguir dos subperíodos: uno, entre septiembre de 1971 y agosto de 1972, de evolución contrapuesta en los dos grupos de factores explicativos, y otro, entre agosto y diciembre de 1972, de estabilidad de ambos, resultando en los dos casos la relativa estabilidad del volumen de activos líquidos de que ya se hizo mención.

La tercera fase se inicia por una brusca ruptura con todo el período anterior, debida a un insólito incremento del volumen de activos líquidos en el mes de enero de 1973, motivado por los factores autónomos, en los que se sumaron una fuerte disminución estacional del efectivo en manos del público y un anormal incremento de los activos exteriores. Si bien en los meses siguientes los activos líquidos tienden a disminuir —tanto por pérdida de fuerza de los factores autónomos como, sobre todo, por una reactivación de las intervenciones compensatorias de la autoridad monetaria—, el cambio de nivel con respecto a la fase anterior sigue siendo notable.

Por lo que se refiere a la evolución en 1972 y 1973 de los **factores autónomos** —gráfico III-4, A— destaca, como en el año anterior, la continuidad del efecto expansivo del sector exterior, derivado de unos superávits de balanza de pagos cuyas causas básicas se analizaron en el capítulo anterior. Este efecto expansivo mostró, sin embargo, oscilaciones y, así como en la primera mitad de 1972 fue incluso más fuerte que en la primera de 1971, su intensidad decreció en el tercer y cuarto trimestres de 1972, comparados con los del año precedente, fenómeno que se ha de atribuir sobre todo a la evolución general de la balanza de pagos y, más en concreto, a la reactivación de los pagos por bienes y servicios al exterior. Los movimientos de capitales a corto plazo influyeron también en el perfil —expansivamente, en el segundo y cuarto trimestres, y contractivamente, en el primero y tercero—, pero su magnitud fue insuficiente para alterar la pauta impuesta por la balanza básica. Dentro de ellos quedan incluidas las fluctuaciones en el endeudamiento neto a corto plazo de la banca en el exterior. Pese a que estos movimientos se expliquen, en parte —una parte difícil de deslindar de los movimientos especulativos con origen en el exterior—, como ajuste de la banca a la evolución

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario



de sus activos líquidos, no se insistirá aquí en este punto, de escasa trascendencia cuantitativa, por efecto de las restricciones impuestas sobre las cuentas en pesetas convertibles (1). La evolución del efectivo en manos del público se caracterizó también por su regularidad, con lo que el componente más inestable de los factores autónomos fueron las operaciones no financieras del sector público (2). Tras dos años de relativa neutralidad (1970-71), este factor operó muy expansivamente en el último mes de 1971 y en los primeros de 1972, para entrar en una fase contractiva que se prolongó durante la mayor parte de 1972, iniciándose otra onda expansiva a finales del año 1972, que proseguía en los primeros meses de 1973.

El perfil conjunto de todos estos factores autónomos ha sido pronunciadamente expansivo desde 1970 hasta la fecha, pero no de modo continuo y suave, sino en una progresión discontinua, a modo de escalera, en la que los meses de enero y agosto de cada año marcan fuertes ascensos, seguidos de avances más moderados. Esto es producto de la fuerte estacionalidad que acusan los principales factores autónomos, que, en casos como los meses de julio, agosto y enero se manifiesta con particular claridad y fuerza (3). A esa estacionalidad se superponen fluctuaciones en la intensidad general con que, según los momentos, actúan dichos factores, y en especial el sector público y el exterior, los dos susceptibles de mayor irregularidad. Ejemplos relevantes de esto son la fuerte contracción del sector público en los meses finales de 1972, que contribuyó a la estabilidad de los factores autónomos en ese período, o la anormal expansión del sector exterior en el mes de enero de 1973, que contribuyó a acusar el crecimiento estacional de los activos líquidos en ese mes. Se insiste en estas irregularidades, todas ellas de difícil o imposible control en sí mismas, porque constituyen un importante condicionante de la actuación compensatoria de la autoridad monetaria y un elemento de juicio necesario para evaluarla.

En cuanto a la evolución de los factores englobados bajo la denominación de «**autoridad monetaria**» —gráfico III-4—, se ha de recordar que esta denominación no presupone que esté directamente inspirada en consideraciones de política monetaria (2). Pero antes de analizar esta evolución como reflejo de la política practicada por las autoridades monetarias, conviene

(1) Véase, sin embargo, epígrafe I.4., del Capítulo IV.

(2) Véase nota de la página 142.

(3) El efectivo en manos del público es el factor con estacionalidad más regular y pronunciada —y el que impone más perturbaciones sobre los activos líquidos del sistema bancario—, pero existe también una estacionalidad acusada en determinadas cuentas del sector público y en las reservas internacionales, principal componente del sector exterior. La fuerte oscilación de julio y agosto se debe al efectivo en manos del público, cuyo efecto queda suavizado en julio y potenciado en agosto por los aumentos de reservas, estacionalmente altos en esos meses. Al movimiento análogo del efectivo en los meses de diciembre y enero se suma una fuerte expansión estacional del sector público en diciembre, lo que hace que los factores autónomos operen poco en conjunto en diciembre y resulten muy expansivos en enero.

describirla en detalle (1). Según se apuntaba antes, la evolución del conjunto de estos factores se explica fundamentalmente por las operaciones financieras del sector público, como pone de relieve el gráfico III-4, B.

Dentro de esta actuación del **sector público** hay un primer componente de emisiones de deuda del Estado a las que cabe atribuir la motivación, no única, pero sí dominante, de medidas monetarias destinadas a la absorción de liquidez. En este contexto se inscriben sucesivas emisiones, de 10.000 millones de pesetas cada una, en julio y diciembre de 1971 y mayo de 1972, y una emisión de 6.000 millones de pesetas en noviembre de 1972. Pese a la importancia de esta acción restrictiva, cabe señalar, como se hizo en el Informe anterior, su carácter masivo y discontinuo, inapropiado para un instrumento ordinario de política monetaria, y la dificultad de programar adecuadamente en el tiempo emisiones que requieren un plazo dilatado de publicidad. Circunstancias en las que la creación autónoma de liquidez alcanza volúmenes anormalmente elevados, como en 1971 y 1972, son las únicas que justifican el recurso a este instrumento y solo como complemento de una acción más refinada a través de otros instrumentos.

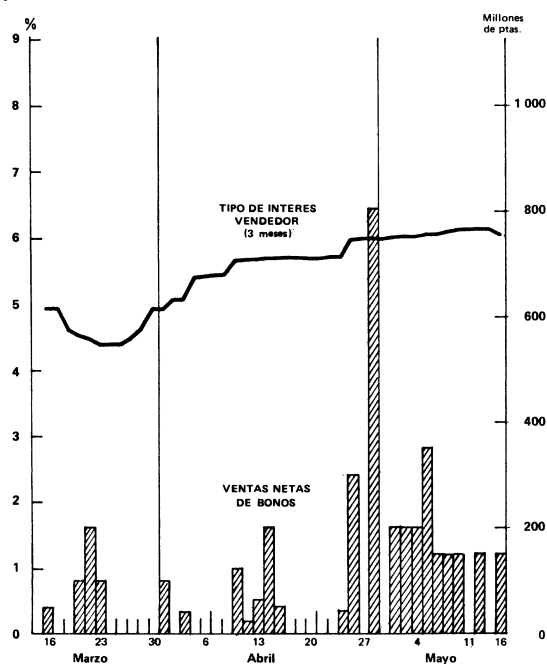
Más recientemente aparece la emisión de 6.000 millones de bonos del Tesoro en febrero de 1973 y las emisiones continuas de los mismos títulos realizadas por el Banco de España a través del nuevo mecanismo de intervención en el mercado de este instrumento financiero —descrito en el epígrafe 2—, que importarían 450 millones de pesetas en marzo y 1.735 millones de pesetas en abril. En este caso, la motivación monetaria era por definición el factor exclusivo, ya que el producto de las emisiones se ingresa en una cuenta del Tesoro en el Banco de España de la que no se puede disponer más que para reembolsar los propios bonos. La utilización de la emisión de bonos del Tesoro como instrumento de control de la liquidez bancaria no ha llegado, por el momento, a revestir importancia cuantitativa, lo que no impide su extraordinario interés como instrumento dotado de una flexibilidad de la que carece cualquiera de los demás hoy a disposición del Banco de España. Aunque por el momento haya que otorgar a esta actuación un significado fundamentalmente experimental, los datos recogidos en el gráfico III-5 evidencian la flexibilidad con que el Banco de España ha actuado al respecto, aprovechando así la principal ventaja de este instrumento. La política de elevación de los tipos de interés seguida por el Banco de España se explica por el deseo de proseguir un drenaje de excedentes de liquidez del sistema bancario, en un momento en que la demanda de crédito era muy fuerte y los excedentes no muy grandes, política cuyas líneas generales se expondrán más adelante.

(1) En la descripción que sigue no se alude a las modificaciones del tipo de cambio, que, aunque no motivadas solo por razones monetarias, tendían a frenar el aumento de reservas y, en esa medida, a limitar el crecimiento autónomo de los activos líquidos. Conviene destacar aquí esta faceta monetaria, si bien no se insistirá en el tema por haberse tratado ya en el Capítulo I. En el Capítulo IV, epígrafe I.4., se analizarán otros aspectos del mismo.

El segundo componente de la actuación restrictiva a través de operaciones financieras del sector público está en el movimiento neto de las dotaciones del Tesoro al crédito oficial y de las emisiones de cédulas para inversiones, destinadas a financiarlas. Aunque normalmente los desfases entre ambas magnitudes habían sido pequeños, a partir de 1971 el volumen de cédulas emitidas tendió a superar en mucho al de dotaciones. Las causas fueron, por una parte, el modesto avance del crédito oficial (1) y por otra, el rápido crecimiento de los depósitos bancarios. Este último factor, unido, al principio, al antiguo coeficiente de fondos públicos y, desde julio de 1971, al nuevo coeficiente de inversión, generaba una fortísima demanda de cédulas, que se emitían de forma continuada. Esa demanda se vio estimulada además, a partir de octubre de 1971, por cambios en la estructura de tipos de interés de los activos computables en el coeficiente de inversión (2). Como se desprende de lo anterior, el efecto contractivo sobre la liquidez derivado de estas operaciones resultó no de una actuación planeada, sino de un mecanismo semiautomático, análogo hasta cierto punto a la retención de activos líquidos derivada de la existencia de un coeficiente de caja y del mero crecimiento de los depósitos. Pero se trataba de un fenómeno cuyos efectos monetarios restrictivos consintieron las autoridades hasta el mes de febrero de 1972. Sobre la intensidad de ese factor da idea el que entre agosto de 1971 y esa última fecha se absorbieron por este método unos 40.000 millones de pesetas de activos líquidos. Sin embargo, esta actuación fue suspendida a partir de marzo de 1972 (3).

GRAFICO III-5

Intervenciones del Banco de España en el mercado de bonos del Tesoro



(1) Véase epígrafe I.1., del Capítulo IV.

(2) Véase también epígrafe I.1., del Capítulo IV, e Informe de 1971, páginas 145-6, 184 y 192-3.

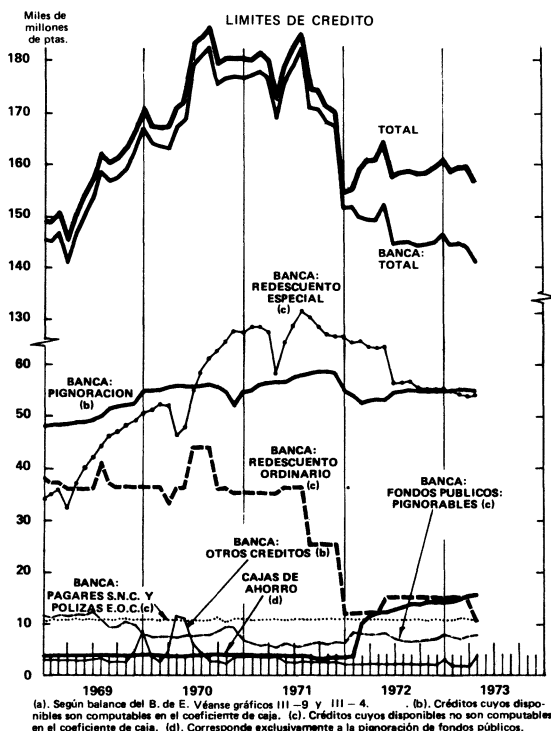
(3) Dado que el Tesoro lleva las cuentas del crédito oficial y de emisiones de cédulas por separado de sus restantes cuentas, y que los intereses de las cédulas no aparecen como pago presupuestario, sino que van a minorar lo que el Tesoro percibe del crédito oficial por intereses de sus dotaciones y por beneficios del crédito oficial, la acumulación de fondos procedentes de las emisiones de cédulas sin un incremento correspondiente de las dotaciones iba a llevar a una situación en que los pagos de intereses superaran a los intereses recibidos, planteando el problema de integración en las cuentas del Estado de un posible saldo negativo para el que no existe dotación presupuestaria.

A partir de entonces el Tesoro limitó las emisiones de cédulas a lo necesario para que los bancos pudieran cumplir un coeficiente mínimo de inversiones en fondos públicos del 15 por 100 (1).

El volumen de cédulas emitido desde entonces fue pequeño (2), por lo que una cierta reactivación del crédito oficial y de las dotaciones al mismo hizo que en los meses finales de 1972 la actuación del sector público por este cauce resultara expansiva. La reducción del coeficiente de inversión (del 22 por 100 al 21 por 100) y de su componente de fondos públicos (del 15 por 100 al 14 por 100) en enero de 1973, ya comentada en el epígrafe 2, consagraba formalmente el deseo de no seguir utilizando este mecanismo como instrumento para la absorción de liquidez.

GRAFICO III-6

Crédito del Banco de España al sistema bancario



Al lado de la fuerte acción restrictiva derivada de las operaciones financieras del sector público, el papel, en conjunto también restrictivo, del **crédito del Banco de España al sistema bancario** —véase gráfico III-4, B)a) y B)c)— resultó modesto (3). La acción restrictiva por este conducto se limitó a la segunda mitad de 1971 —a través, básicamente, de dos reducciones de los límites de redescuento ordinario, por 10,7 mil millones, en agosto, y 13,1 mil millones, en diciembre—, para mantener una posición aparentemente expansiva a lo largo de todo el año 1972 y primeros meses de 1973, hasta que en abril de este año aparece una nueva acción restrictiva con la reducción en 5,1 mil millones de las líneas de redescuento ordinario. Pero la evolución de 1972 se ha de juzgar teniendo en cuenta que los cambios ocurridos obedecieron a razones no vinculadas de modo directo a la política monetaria. Esto se apreciará mejor en el gráfico III-6, que presenta cifras análogas a las del gráfico

- (1) Véase también epígrafe I.1., del Capítulo IV, e Informe de 1971, páginas 145-6, 184 y 192-3.
- (2) Con la excepción del mes de agosto de 1972, en que se emitió un volumen relativamente importante para hacer frente al problema que planteaban los bancos pequeños, que no tenían forma de cubrir el resto del coeficiente de inversión con créditos especiales.
- (3) Todas las referencias al crédito del Banco de España al sistema bancario como factor explicativo de los activos líquidos de éste se han de entender aplicables a los límites de crédito y no a los créditos dispuestos, por razones que se comentaron en extenso en el Informe del ejercicio 1971, páginas 150-54.

III-4, pero en forma de saldos, y no de variaciones acumuladas, y con un detalle por instituciones e instrumentos que permite apreciar mejor lo ocurrido.

Se observa así que la actuación expansiva del crédito del Banco de España en 1972 está explicada fundamentalmente por un aumento del crédito a las cajas de ahorro. El motivo reside en la introducción del coeficiente de caja de las cajas de ahorro. Estas instituciones habían mantenido siempre una cartera relativamente importante de deuda pignorable, sin proceder a su pignoración en el Banco de España. Al establecerse el coeficiente de caja, en el que los márgenes disponibles en créditos con garantía de fondos públicos eran computables, las cajas que disponían de tales títulos procedieron lógicamente a pignorarlos. De este modo, el coeficiente de las cajas de ahorro se cumplió en su fase inicial, en parte, por trasvase de depósitos en la banca del Banco de España y, en parte, por una pignoración de deuda pública, sin disposición, que implicaba una expansión del crédito del Banco de España al sistema bancario y un aumento del volumen total de activos líquidos. En realidad se trataba de un elemento previsible, que se tuvo precisamente en cuenta al señalar el coeficiente de caja de las cajas en el 4 por 100, para obtener un drenaje de la liquidez de la banca del orden de magnitud que se alcanzó definitivamente. El aumento del volumen de activos líquidos que se producía de este modo era bastante irrelevante, por otro lado, ya que, por definición, esa liquidez quedaba retenida por el nuevo coeficiente, tema que se tratará más adelante (1).

En cuanto al crédito del Banco de España a la banca, los dos cambios importantes se refieren al redescuento ordinario y especial. En cuanto al primero, se procedió en mayo de 1972 a un incremento del volumen global de líneas en 3.000 millones, con motivo de una redistribución de los límites de redescuento. Más importancia tuvo la reducción de las líneas de redescuentos especiales en el mes de junio de 1972. Desde la suspensión, a mediados de 1971, del sistema de efectos especiales automáticamente redescontables, la única evolución posible de estas líneas de crédito es la de reducción y solo por razón de la amortización de estos efectos. Para la mayor parte de las operaciones, las amortizaciones serán relativamente lentas, puesto que se trata de créditos a tres, cinco e incluso ocho años. Sin embargo, como en años anteriores, en el verano de 1972 vencía una parte de esas operaciones, consistente en créditos a un año a empresas exportadoras. Estos vencimientos, a diferencia de años anteriores, no fueron renovados como efectos especiales, sino como créditos computables en el coeficiente de inversión, y supusieron una caída definitiva de los límites citados en unos 8.000 millones de pesetas.

En conjunto, pues, el crédito del Banco de España al sistema bancario operó en general a impulso de una serie de factores excepcionales, en ausencia de los cuales su evolución en 1972 se hubiera caracterizado por su estabilidad. Esto ha de interpretarse como producto del escaso margen de acción que los vigentes mecanismos de crédito ofrecen para la absorción de liquidez. Si se tiene en cuenta que, de las líneas de crédito existentes, el redescuento especial, la pignoración y el descuento de pólizas de entidades oficiales de crédito y de pagarés

(1) Sobre estos puntos, véase epígrafe 4 (página 154) e Informe de 1971, páginas 149-50 y 184-5.

del Servicio Nacional de Cereales son variables exógenas sobre las que el Banco de España carece de control (1), se llega al resultado de que, de un total de líneas de crédito de 151,5 miles de millones a finales de 1971 (2), 136,9 miles de millones escapaban al control del Banco (127,6 sobre 146,5 a finales de 1972). Esto reducía el campo de acción posible del Banco a las líneas de redescuento ordinario y a los créditos personales, conceptos que en conjunto representaban muy poco (14,5 miles de millones a finales de 1971 y 18,8 a finales de 1972) (3). A esto se suma que aun ese margen de acción, insuficiente en su cuantía, quedaba reducido por los inconvenientes técnicos que impiden una regulación flexible de las líneas de redescuento ordinario. En resumen, por la vía del crédito del Banco de España no existía, no existe todavía, una forma flexible de absorber liquidez de la banca (4), lo que explica la anomalía de que se tuviera que emitir deuda a corto o largo plazo, con un coste para el Tesoro, para absorber liquidez, al mismo tiempo que la banca mantenía un importante endeudamiento con el Banco de España (5).

Considerando ahora el conjunto de la actuación de la autoridad monetaria, en el sentido de drenar el proceso de creación de activos líquidos, destacan, entre agosto de 1971 y agosto

- (1) De la evolución de los límites de redescuento especial, ya se ha hablado antes en el texto. Tomando conjuntamente la pignoración y la cartera de fondos públicos pignorable, pero no pignoralos, en poder de la banca, su evolución está igualmente determinada por el ritmo de amortización de la deuda pignorable y, en sentido contrario, por las compras por las instituciones bancarias de esa clase de deuda, compras pequeñas, sin embargo, porque sus existencias fuera del sistema son ya poco importantes. En cuanto a los pagarés del S. N. C. y las pólizas de E. O. C. se trata de cantidades fijas que se han venido renovando desde hace muchos años y cuya eliminación, posible, plantea complicados problemas administrativos.
- (2) Véase cuadro III-4, página 161.
- (3) Esto no es totalmente cierto, pues cabía haber institucionalizado la política, iniciada en 1971, de permitir el reembolso anticipado de efectos especiales, cuyo límite era de 65,2 miles de millones a fin de 1971 y 54,6 a fin de 1972, haciéndoles perder el carácter de automáticamente redescontables. Pero la rentabilidad comparativamente baja de estos efectos hacía inviable la operación, si se dejaba la iniciativa a la banca. Hubieran debido darse incentivos económicos adicionales, con lo que el mecanismo hubiera sido equivalente a una venta por el Banco de esos efectos, con pérdida para él, desarrollando así una operación de mercado abierto solo formalmente distinta de la venta de bonos del Tesoro, con análogos resultados sobre la liquidez bancaria e igual coste para el Tesoro. El temor a las resistencias psicológicas y administrativas a una acción nueva en España, aunque no carecía de precedentes extranjeros, y el hecho de que se estaba considerando la emisión de bonos del Tesoro, hizo que se descartara esa alternativa.
- (4) Mecanismos de financiación más flexibles, como los sugeridos para el futuro en el epígrafe 2, no resuelven nada mientras lo necesario siga siendo la absorción de liquidez y no su creación. Pero al margen de la posibilidad próxima de que sea esto último lo necesario, la existencia de un endeudamiento de la banca importante, pero susceptible de reducción a corto plazo, como podría ser el resultante futuro de estos mecanismos, evitaría que, en una coyuntura futura similar a la de 1971-72, el Banco de España se viera reducido a un grado de impotencia como el señalado en el texto.
- (5) Una vía de acción alternativa hubiera sido elevar los coeficientes de caja lo suficiente para absorber un volumen de liquidez superior a los excedentes existentes, forzando a la banca a acudir al crédito del Banco de España. Pero esto solo hubiera permitido una regulación flexible, si la nueva financiación facilitada por el Banco hubiera respondido a un esquema flexible. La dificultad mayor de una acción de este tipo está en el nivel a que podía haber llevado el coeficiente de caja. Después se verá que su elevación fue descartada a lo largo de 1972.

de 1972, su continuidad y su intensidad, pues en ese período se absorbieron unos 86.000 millones de pesetas. Sin una acción tan masiva, el potencial de expansión de la banca a lo largo de 1972 y 1973 hubiera sido incomparablemente mayor. Pero este hecho favorable no debe ocultar varios problemas. De la descripción anterior se desprende que esa acción continua se consiguió a través de una disparidad de procesos que, tomados uno a uno, obedecían a razones no monetarias, o, en el caso de responder a ellas, constituían acciones discontinuas y poco flexibles, difíciles de encajar en un programa sistemático. Esta programación sistemática existió a lo largo de 1972, pero la ausencia de instrumentos flexibles para desarrollarla la redujo más a un objetivo a plazo medio que a un plan de actuación a corto plazo. De hecho, hasta la reciente introducción del nuevo mecanismo de emisión de bonos del Tesoro no se ha dispuesto de un mecanismo potencialmente adecuado para una regulación flexible a corto plazo, mecanismo, por lo demás, todavía insuficiente por la falta de un complemento necesario para intervenciones en el sentido de crear liquidez con igual flexibilidad que las emisiones del Tesoro permiten absorberla. Un efecto de esa falta de flexibilidad fue la inestabilidad a corto plazo del volumen de activos líquidos, que ahora puede interpretarse como resultado de que las intervenciones de la autoridad monetaria no consiguieron compensar suficientemente, o incluso acusaron, las fluctuaciones a corto plazo que, como se vio, constituyen característica esencial de los factores autónomos. En cuanto a la adecuación de los objetivos perseguidos a largo plazo con la regulación de los activos líquidos descrita, habrá que aplazar el análisis hasta exponer otros varios aspectos de la política y la evolución monetarias.

Para terminar este análisis solo queda una breve alusión al tema de la distribución de los activos líquidos entre la banca y las cajas de ahorro. Como revela el gráfico III-3, la participación de las cajas de ahorro en el incremento de los activos líquidos es muy moderada, por razón de que las cajas han mantenido siempre cifras mínimas, y en consecuencia, con una progresión comparativamente suave, de activos líquidos, en el sentido de que se define aquí el término (1). De este modo, la casi totalidad de los activos líquidos del sistema bancario aparece como activos líquidos de la banca (gráfico III-7) y, lo que es más importante, la variación de aquéllos se refleja fielmente en la de éstos (gráfico III-3). La única excepción a lo anterior deriva de la introducción del coeficiente de caja de las cajas de ahorro, que provocó una redistribución, por una sola vez, de activos líquidos a favor de las cajas de ahorro, fenómeno que muestra bien el gráfico III-3 (2).

4. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja

En el epígrafe anterior se ha descrito la evolución del suministro de activos líquidos al sistema bancario resultante de los efectos de los factores autónomos (sector exterior, sector público,

(1) La razón está en el mantenimiento por las cajas de una importante línea de liquidez secundaria en forma de depósitos remunerados en la banca (véase gráfico III-7 y III-11). Sobre este tema se hablará más en el epígrafe 6 (pág. 165 y ss.)

(2) Sobre este hecho, véase pág. 154.

efectivo en manos del público) y de la actuación de la autoridad monetaria. Una parte de los activos líquidos así facilitados queda, sin embargo, retenida por los coeficientes legales de caja y los depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles —descritos en el epígrafe 2—. Existe así una segunda vía por la cual la autoridad monetaria puede afectar al volumen de activos líquidos libres o no retenidos a disposición del sistema bancario. Tal será el tema de este epígrafe.

La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja tiene dos vertientes: de un lado están los efectos de la introducción o modificación de los coeficientes legales; de otro, la retención de activos líquidos que, para unos coeficientes dados, deriva de la expansión de los depósitos que constituyen su denominador. La primera faceta es la única que cabe imputar a la autoridad monetaria. La segunda, en cambio, es un producto de las reacciones del sistema bancario ante la evolución de sus activos líquidos.

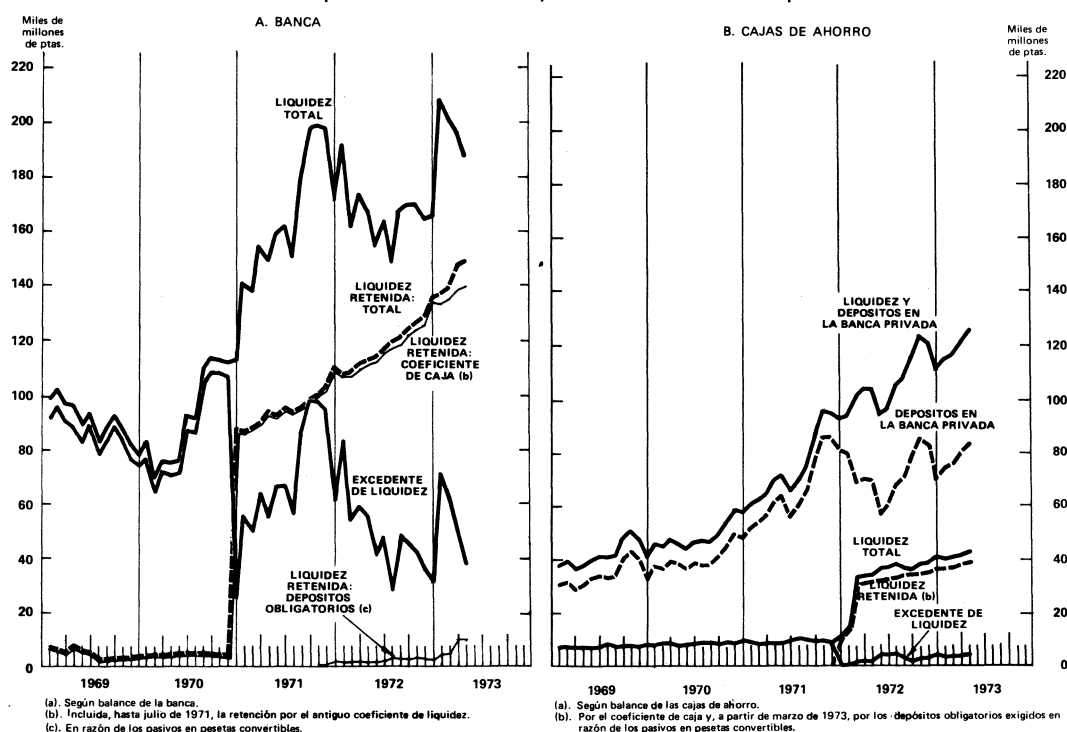
Por lo que a la primera faceta del tema se refiere, la actuación de la autoridad en 1972 y 1973 puede agruparse bajo tres rúbricas: la introducción de los coeficientes de caja, el establecimiento de depósitos obligatorios por las cuentas pasivas en pesetas convertibles y la modificación del sistema de cómputo de los coeficientes de caja. Tratándose de temas expuestos en el Informe anterior o analizados en el epígrafe 2, bastará una breve alusión a cada uno de ellos.

Los efectos de la introducción de los coeficientes de caja de la banca comercial y de las cajas de ahorro fueron expuestos en los Informes correspondientes a los ejercicios 1970 y 1971 (1) y solo cabe recordar, por tratarse de un hecho cuyos efectos corresponden al año 1972, que el de las cajas de ahorro se estableció en parte como medida estructural y en parte como medida coyuntural, para drenar los activos líquidos de la banca, al obligar a las cajas de ahorro a transferir al Banco de España parte de los depósitos que mantenían en la banca. El drenaje así practicado en la liquidez de la banca fue de unos 15.000 millones de pesetas (2). El gráfico III-7 y el cuadro III-2 permiten, por lo demás, apreciar la magnitud de los efectos de la introducción de ambos coeficientes de caja. Tras estas medidas iniciales, se contempló en varios momentos, a lo largo de 1972, la posibilidad de elevar los coeficientes, como forma de eliminar parte de los excedentes de liquidez a que enseguida se aludirá, pero esto no llegó a plasmarse en acciones concretas. Aunque se hubiera podido modificar el coeficiente legal de caja, la decisión de no hacerlo obedeció más bien al deseo de no adoptar medidas que tuvieran excesiva repercusión psicológica. Transcurrió así todo el año 1972 y parte de 1973 sin que se hiciera uso de este instrumento, hasta que en marzo de 1973 se procedió a la medida de que después se hará mención.

(1) Informe 1970, páginas 87-88; Informe 1971, páginas 134-5 y 149-50.

(2) Véase también página 151 y el gráfico III-3, que muestra claramente la redistribución de activos líquidos entre la banca y las cajas resultante de esa medida.

Activos líquidos retenidos y excedentes de liquidez



Entre tanto, se habían introducido los depósitos obligatorios por razón de las cuentas pasivas en pesetas convertibles: exigencia de un depósito o coeficiente del 100 por 100 sobre los incrementos de cuentas a la vista y hasta tres meses de plazo en pesetas convertibles de la banca, en octubre de 1971, y exigencia de un depósito del 50 por 100 sobre los incrementos de iguales depósitos a más de tres meses, en julio de 1972 (1). El objetivo de estas medidas era compensar el aumento de activos líquidos derivado de una posible expansión del endeudamiento exterior de la banca a través del mecanismo de las pesetas convertibles y, en última instancia, evitar ésta (2). Pero, tanto por la cuantía moderada de los saldos de pesetas convertibles como por la inhibición de su crecimiento debida a los depósitos obligatorios, la trascendencia de éstos en términos de retención de activos líquidos de la banca fue mínima, como señalan el cuadro III-2 y el gráfico III-7. Prescindiendo de la Orden Ministerial de 6 de febrero de 1973, cuyos efectos no llegaron a hacerse sentir, hay que destacar la mayor repercusión de las normas sobre depósitos obligatorios introducidas por la Orden Ministerial del 16 de marzo de 1973 (1).

(1) Véase una descripción detallada en el epígrafe 2.

(2) De este efecto se hablará en el epígrafe I.4., del Capítulo IV.

No solo quedaban ahora sujetas a estas normas también las cajas de ahorro, sino que los nuevos depósitos del 100 por 100, que se exigían, como antes, sobre los incrementos a partir de una fecha, iban a afectar a una parte de los saldos ya existentes, al plantearse la necesidad de transferir una fracción de los depósitos antiguos a las nuevas cuentas A (1). Así se produjo, en marzo de 1973, una retención de activos líquidos de cierta entidad, coincidiendo con dichos traspasos, como se aprecia en el cuadro III-2 y el gráfico III-7. No es de esperar, sin embargo, que sigan otras retenciones importantes, ya que la nueva normativa frenará previsiblemente el crecimiento de las cuentas de pesetas convertibles.

Tras el importante aumento de los activos líquidos del sistema bancario en enero de 1973, que dio lugar a que la política monetaria saliera de su pasividad de los meses anteriores, se decidió recurrir a la modificación de los coeficientes de caja. Pero, persistiendo el deseo de no adoptar medidas con excesiva trascendencia pública, se decidió, en lugar de una elevación directa de los coeficientes, la modificación del sistema de cómputo de los mismos ya descrita en el epígrafe 2. Se consiguió así una reforma instrumental deseable y una elevación de hecho de los coeficientes, por un procedimiento que careció de las repercusiones psicológicas que hubiera podido tener una elevación directa. La magnitud del incremento sería la diferencia entre los coeficientes que, mantenidas en promedio de todos los días del mes, la banca y las cajas de ahorro consideraran como mínimos bajo el antiguo sistema de cómputo y bajo el nuevo. Esto indica la imposibilidad del cálculo, por tratarse de dos magnitudes prácticamente inobservables: la primera, por falta de datos diarios, pero sobre todo porque, bajo ese sistema, la banca no llegó a operar casi nunca a un nivel que pudiera considerarse mínimo; la segunda, porque los datos con el nuevo sistema son todavía insuficientes para determinarla (2). Resulta, pues, bastante difícil cuantificar la medida y, solo a efectos ilustrativos, cabe citar que la estimación subjetiva de varios bancos era del orden del 0,8 — 1,0 por 100, cifra que,

(1) De este efecto se hablará en el epígrafe I.4., del Capítulo IV.

(2) A juzgar por la experiencia de algunos bancos que, pese a la situación global de excedentes de liquidez, consiguieron operar con coeficientes mínimos de caja, aprovechando al máximo las posibilidades de compensación entre días computables y no computables, y aun entre unas y otras fechas de los primeros, cabría sugerir como estimación máxima de la elevación una cifra del orden del 2 por 100 —resultante de comparar una media diaria bajo el antiguo sistema del orden del 6 por 100 con una media diaria bajo el nuevo sistema del 8 por 100—. Pero, además de que se trata de casos especiales, que sería difícil considerar aplicables a la banca en general, existe aquí un problema de agregación. Puesto que la principal forma de conseguir un resultado como el antes citado era a base de explotar adecuadamente las posibilidades de inversión y endeudamiento, a plazos tan cortos como los necesarios para alcanzar ese resultado, que ofrece el mercado interbancario, resulta que lo que podía ser cierto para algunos bancos aislados, hubiera sido imposible de lograr para la banca en su conjunto. (Esto no sería cierto si esa compensación se hacía, como en parte era el caso, con operaciones en los mercados exteriores a través del mecanismo de las pesetas convertibles. Pero esto era ya muy difícil en las fechas en cuestión, a causa de las restricciones impuestas a ese mecanismo.) Contra esto cabría objetar, por supuesto, que lo importante no era lo que podía conseguir la banca, sino lo que ésta creía que podía conseguir, y a estos efectos es casi seguro que esa consideración macroeconómica no entraba en los cálculos de ningún banco individual.

aplicada al conjunto del sistema bancario, equivaldría a una retención de activos líquidos de unos 28.000 millones (1).

Al margen del impacto de la introducción de los coeficientes, la evolución posterior de la liquidez retenida que reflejan el cuadro III-2 y el gráfico III-7 se debe a la retención derivada del crecimiento de los depósitos de las respectivas instituciones, lo que lleva a la segunda faceta de la retención de activos líquidos antes mencionada. El fenómeno es consecuencia automática del proceso de expansión bancaria, pues los activos líquidos retenidos no son más que un porcentaje, relativamente constante a lo largo del período estudiado (véase gráfico III-11), de los depósitos. El resultado es que los activos retenidos tenían que crecer al mismo ritmo que los depósitos de las instituciones bancarias que constituyen el denominador de los coeficientes (2). Esta faceta de la retención de activos líquidos por los coeficientes de caja no requiere, pues, más ampliaciones, y lo que sí las exige es el proceso de expansión bancaria subyacente, tema que se tratará en el epígrafe 9.

Queda así descrito de modo sucinto el proceso de retención de activos líquidos del sistema bancario, imputable, en parte, a decisiones de la autoridad monetaria y resultado, en parte, de la propia expansión del sistema. Si del total de activos líquidos se deducen los así retenidos, se obtiene el excedente de activos líquidos del sistema, variable crucial en el proceso de expansión bancaria. Pero antes de examinar el tema, en el epígrafe 7, se completará la descripción de la política de la autoridad monetaria analizando los tipos de interés sujetos a su control (epígrafe 5) y se comentará la estructura de los activos líquidos del sistema bancario (epígrafe 6).

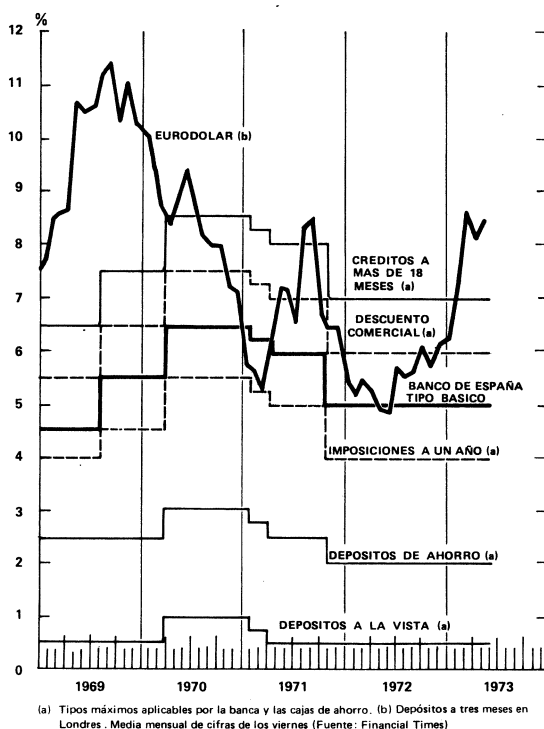
5. La regulación por la autoridad monetaria de los tipos de interés

El último aspecto de la actuación de la autoridad monetaria se refiere a la regulación de aquellos tipos de interés sujetos a su control. En este terreno, el año 1972 transcurrió sin que se adoptaran medidas importantes, como se aprecia en la evolución de los principales tipos regulados que muestra el gráfico III-8. El cuadro III-3 refleja la estructura actual, que básica-

- (1) El impacto de esta medida es por principio inobservable en los cuadros y gráficos de este capítulo, que no contienen en ningún caso medias diarias de las magnitudes relevantes, sino solo cifras relativas a los datos a fin de mes. Como todos los cálculos de retención hechos por el Banco de España bajo el antiguo sistema se basaban en aplicar a las cifras de fin de mes los coeficientes legales, es imposible detectar diferencias respecto al nuevo sistema. Esto indica, por otra parte, que las cifras de liquidez retenida referentes al período anterior a marzo de 1973 están sobreestimadas.
- (2) Las cifras del gráfico III-7 sobre liquidez retenida muestran una progresión bastante suave, como resultado de estar expresadas en cifras absolutas. El gráfico III-13 indica que, aun después de eliminadas las variaciones estacionales y suavizadas las irregulares, el ritmo de crecimiento de los depósitos de la banca y de las cajas de ahorro presentó oscilaciones pronunciadas a lo largo de los últimos dos años, oscilaciones que reproduciría la liquidez retenida si, en lugar de las cifras absolutas, se hubiera representado su tasa de variación.

GRAFICO III-8

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria



mente deriva de las modificaciones introducidas en octubre de 1971, de todos los tipos a corto plazo regulados por la autoridad monetaria. Los únicos cambios relevantes a lo largo de 1972 fueron: a), la elevación, por Orden Ministerial de 24 de marzo de 1972, del tipo de interés de los créditos especiales destinados a la exportación y a la venta de buques en el mercado interior, situándolos al mismo nivel que los de los restantes créditos especiales (1); b), los cambios en la regulación de los tipos de interés de los depósitos en pesetas convertibles, que ya se han expuesto en el epígrafe 2 al comentar la regulación de estas cuentas y cuya trascendencia monetaria interna es muy pequeña, y c), la aparición, comentada en los epígrafes 2 y 3, de un tipo de interés fluctuante del Banco de España a través de la intervención del mismo en el mercado de bonos del Tesoro (véase gráfico III-5), cuyo nivel y evolución, debido al pequeño volumen de las emisiones de bonos realizadas hasta el momento, ha tenido más el carácter de ex-

perimento que de verdadero instrumento de política monetaria.

La estabilidad de los tipos de interés controlados por la autoridad monetaria desde octubre de 1971 hasta la fecha contrasta con las fuertes oscilaciones de los tipos de interés en el extranjero —véase gráfico III-8, que reproduce, como más típico, el del eurodólar—, que descendieron hasta mediados de 1972 para iniciar entonces un alza muy rápida en los primeros meses de 1973 (2). La disociación de los tipos españoles respecto a los del exterior no ha constituido un verdadero problema hasta el momento, ya que el nivel de los tipos extranjeros, en general superior al de los españoles, debió ejercer un efecto moderador sobre las entradas netas de capital procedentes del exterior, cosa en sí misma deseable, dados los grandes excedentes en la balanza de pagos (3). La estabilidad citada de los tipos de interés regulados es

- (1) Esta equiparación no ha sido total, puesto que en esos créditos las comisiones siguen limitadas al 0,9 por 100, con independencia del plazo de los créditos, limitación que no existe en los demás créditos especiales.
- (2) Sobre las causas de esta evolución, véase Capítulo I.
- (3) Esa disparidad fue en varios momentos menor de lo que parece, puesto que operaban expectativas de revaluación de la peseta que tendían a contrarrestarla. Sobre este punto, véase Capítulo I.

CUADRO III-3

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria (a)

	Margen diferencial con el tipo básico	Tipo vigente a partir de			
		23-III-70	23-I-71	5-IV-71	22-X-71
Tipo básico del Banco de España	—	6,5	6,25	6,0	5,0
Tipos activos (máximos)					
Exportación y venta de buques en el mercado interior	0,9 (b)	6,1	5,85	5,6	5,9 (b)
Otros descuentos especiales	0,9	7,4	7,15	6,9	5,9
Créditos de ahorro vivienda	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0
Descuento comercial	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0
Otras operaciones hasta dieciocho meses	1,5	8,0	7,75	7,5	6,5
Operaciones entre dieciocho meses y tres años	2,0	8,5	8,25	8,0	7,0
Descubiertos en cuenta	2,5	9,0	8,75	8,5	7,5
Créditos con garantía de imposiciones a plazo	(c)				
Tipos pasivos (máximos)					
Depósitos a la vista	(d)	1,0	0,75	0,5	0,5
Depósitos de ahorro	— 3,0 (e)	3,0	2,75	2,5	2,0
Imposiciones a tres meses	— 2,5	4,0	3,75	3,5	2,5
Imposiciones a seis meses	— 1,5	5,0	4,75	4,5	3,5
Imposiciones a un año	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0
Depósitos de ahorro bursátil	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0
Depósitos de ahorro vivienda	0,0	6,5	6,25	6,0	5,0

- (a) Tipos del propio Banco de España y tipos (máximos) de las operaciones de la banca y las cajas de ahorro. Entre estas últimas existe libertad para fijar el tipo de interés en: 1) Préstamos y depósitos interbancarios; 2) Imposiciones a más de dos años en la banca industrial; 3) Créditos a más de tres años; 4) Depósitos y créditos en moneda extranjera. Sobre el régimen de los depósitos en pesetas convertibles, véase epígrafe 2. (b) La Orden de 24 de marzo de 1972 modificó el anterior margen diferencial de — 0,4 convirtiéndolo en +0,9. Las comisiones de estas operaciones no pueden exceder del 0,9 por 100, cualquiera que sea su plazo. (c) Tipo de la imposición, incrementado en un 1 por 100. El tipo resultante es mínimo. (d) No se ha señalado. (e) El margen diferencial no fue mantenido por la Orden de 21 de marzo de 1970 y siguientes, en las que se ha ido señalando explícitamente su nivel.

más anómala si se considera la evolución general de la economía nacional a lo largo de este período y, en especial, los elevados ritmos de expansión monetaria y las fuertes presiones inflacionistas. Los escasos indicadores parciales sobre los tipos de interés de mercado —véase gráfico III-12 y el propio gráfico III-5, con el tipo de interés de los bonos del Tesoro— señalan niveles netamente superiores y, en los indicadores más sensibles, fluctuaciones de alguna importancia.

Pero el principal problema subyacente tras los hechos citados es la incompatibilidad entre una política monetaria cuyo énfasis recae en el control de cantidades tales como las disponibilidades líquidas o los activos líquidos del sistema bancario y una política de regulación legal de los tipos de interés. La pasividad de la política de tipos de interés puede así explicarse, hasta cierto punto, como producto de la conjunción de un cambio de política de la autoridad monetaria, que llevaba a desposeer a los tipos de interés del carácter de objetivos finales, por un lado, y de la resistencia a otorgar mayor flexibilidad a los tipos de interés, por otro.

6. Estructura de la liquidez del sistema bancario

En los epígrafes anteriores se han descrito el comportamiento de la autoridad monetaria a través de sus vías básicas de actuación y la evolución tanto de la provisión de activos líquidos al sistema bancario como de la parcial retención de los mismos a través de los coeficientes legales de caja y los depósitos obligatorios. Se ha descrito, por tanto, implícitamente, la evolución de la provisión de excedentes de liquidez al sistema bancario durante el periodo reciente a que se refiere este Informe. La tensión entre la demanda bancaria de excedentes de liquidez y los excedentes de liquidez efectivamente disponibles desempeña un papel de primera importancia a la hora de explicar el proceso de adquisición de activos rentables por la banca y, por consiguiente, el comportamiento de las magnitudes monetarias básicas, que se describirá más adelante en este Capítulo. Procede, por tanto, hacer ahora algunas consideraciones sobre la demanda de excedentes de liquidez por el sistema bancario; tema que se abordará exponiendo, previamente, la evolución de la estructura de la liquidez del sistema, puesto que, como más adelante se verá, de ella cabe derivar algunas hipótesis importantes sobre la demanda bancaria de sus excedentes totales de liquidez. El tema se desarrollará básicamente respecto de la banca, pues, como más adelante se subrayará, son los excedentes de liquidez de la banca, en relación con la demanda de los mismos, los que determinan la capacidad de expansión del conjunto del sistema bancario; las cajas de ahorro ocupan al respecto una posición muy secundaria.

En las reacciones del sistema bancario ante la evolución de los activos líquidos no cabe ninguna actuación de tipo compensatorio a través de su endeudamiento con el Banco de España (1). Si cabe, en cambio, a través del grado de utilización de los créditos del Banco de España, afectar la estructuración de los activos líquidos entre el efectivo y depósitos en el Banco de España, por un lado, y los créditos disponibles en el Banco de España, por otro. La tradicional actitud, tanto de la banca como de las cajas de ahorro, tendente a minimizar el primero de esos dos componentes, se ha visto obstaculizada por la introducción del coeficiente de caja y por la distinción, en los créditos disponibles, entre computables (disponibles en cuentas de crédito en el Banco de España) y no computables (márgenes de redescuento ordinario, especial, etc.). La evolución a lo largo de 1972 y primeros meses de 1973 no ha hecho más que confirmar los juicios que al respecto se emitieron en el precedente Informe y reforzar la tendencia al cumplimiento del coeficiente de caja mediante el mantenimiento de efectivo y depósitos en el Banco de España.

Por razones que se comentaron en el epígrafe 3, el volumen de líneas de crédito del Banco de España, cuyos disponibles son computables en el coeficiente de caja, se ha mantenido estable: 58,2 miles de millones de pesetas a finales de 1972, frente a 57,0 a finales de 1971 —véase cuadro III-4 y también gráfico III-6—, con lo que su importancia en relación a los depósitos bancarios ha proseguido una tendencia decreciente, que ya se manifestaba en años

(1) Véase Informe 1971, páginas 150-154.

Estructura de los activos líquidos de la banca y de su endeudamiento con el Banco de España

	Variación neta en 1972	Situación a fin de			
		1971		1972	
		Miles de millones de pesetas	Por 100 (a)	Miles de millones de pesetas	Por 100 (a)
1. ACTIVOS LIQUIDOS	— 5,1	172,1	11,17	167,0	8,67
Efectivo y depósitos	10,9	81,4	5,28	92,3	4,79
Efectivo (b)	6,0	21,5	1,40	27,5	1,43
Depósitos en el Banco de España	4,9	59,9	3,88	64,8	3,36
Disponibles	— 16,0	90,7	5,89	74,7	3,88
Computable (d): Créditos con garantía (b)	— 0,8	54,1	3,51	53,3	2,77
No computable (d)	— 15,2	36,6	2,38	21,4	1,11
Redescuento ordinario (c)	— 2,0	8,1	0,53	6,1	0,32
Efectos especiales en cartera (c)	— 7,0	14,1	0,92	7,1	0,37
Pólizas de E. O. C. (c)	— 2,2	2,5	0,16	0,3	0,01
Pagarés del S. N. C. en cartera (c)	— 5,2	5,7	0,37	0,5	0,03
Fondos públicos pignoraables en cartera (c)	1,2	6,2	0,40	7,4	0,38
2. CREDITO RECIBIDO DEL BANCO DE ESPAÑA	— 5,0	151,5	9,83	146,5	7,60
Créditos con garantía (b)	1,2	56,9	3,69	58,2	3,02
Pignoración	0,1	54,7	3,55	54,8	2,84
Créditos personales	1,2	2,2	0,14	3,4	0,18
Redescuento ordinario	3,1	12,3	0,80	15,4	0,80
Redescuento especial	— 10,6	65,3	4,23	54,7	2,84
Pólizas de E. O. C.	—	3,4	0,22	3,4	0,18
Pagarés del S. N. C.	—	7,4	0,48	7,4	0,38
Fondos públicos pignoraables en cartera	1,2	6,2	0,40	7,4	0,38
Dispuesto	11,0	60,7	3,94	71,7	3,72
Créditos con garantía	2,0	2,9	0,19	4,9	0,25
Redescuento ordinario (b)	5,1	4,2	0,27	9,3	0,48
Redescuento especial (b)	— 3,6	51,1	3,32	47,5	2,47
Pólizas E. O. C. (b)	2,3	0,8	0,05	3,1	0,16
Pagarés S. N. C. (b)	5,2	1,7	0,11	6,9	0,36
Disponibles (véase detalle en 1)	— 16,0	90,7	5,89	74,7	3,88

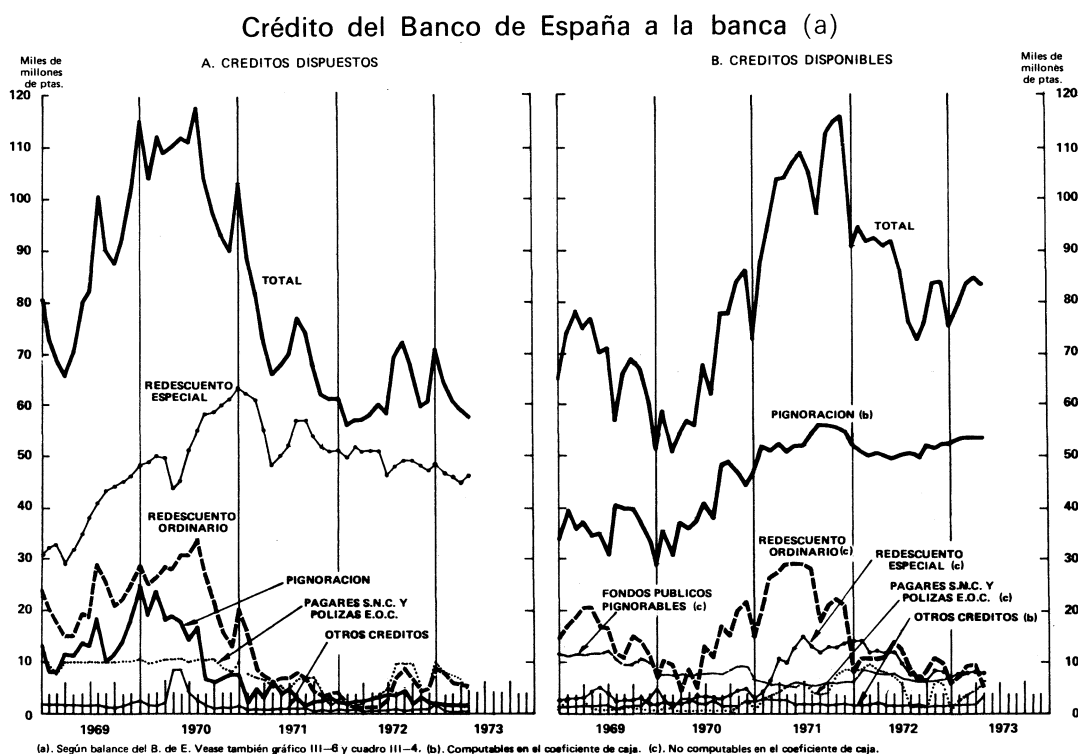
Según balances de la banca.

- (a) Sobre el total de depósitos en pesetas de particulares y cajas de ahorro, depósitos en pesetas convertibles y bonos de caja (1971: 1.540,5 miles de millones; 1972: 1.927,1 miles de millones). (b) Contabilizados como activos líquidos o crédito recibido del Banco de España en el balance de la banca. (c) No contabilizado como activo líquido y crédito recibido del Banco de España en los balances de la banca. Su inclusión se debe a que se trata de activos automáticamente monetizables en el Banco de España. (d) En el coeficiente de caja.

anteriores. A finales de 1972, esos créditos representaban el 3,02 por 100 de los pasivos sujetos a coeficientes de caja, frente al 3,69 por ciento a finales de 1971. Como se señaló en el Informe anterior, era de esperar que estos créditos, tras su progresivo reembolso a lo largo de 1970,

no se utilizaron en absoluto, ya que su empleo reduciría los disponibles computables y dejaría los fondos así obtenidos bloqueados por el coeficiente de caja, con un coste innecesario. Aunque en la práctica, y por razones difíciles de explicar, esos créditos sigan siendo utilizados en una pequeña medida, lo cierto es que en general se han mantenido en forma disponible —véase cuadro III-4 y gráfico III-9—. Así los disponibles computables representaban el 2,77 por 100 de los depósitos a fines de 1972 (3,51 por 100 en 1971), mostrando una tendencia decreciente análoga a la señalada para los límites. Al considerar una serie mensual de estos porcentajes —gráfico III-10, A, «Disponibles computables»—, esa tendencia se hace más patente todavía.

GRAFICO III-9



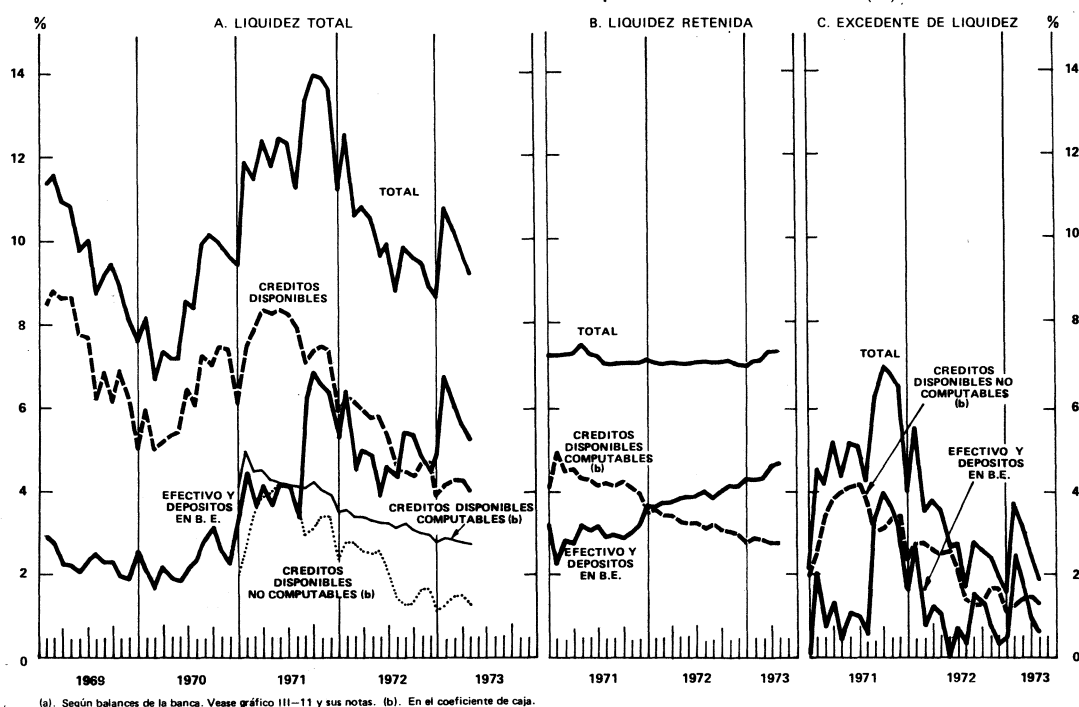
El resultado es que, con un coeficiente legal muy estable, la banca se está viendo obligada de forma creciente a cumplir el coeficiente de caja mediante el mantenimiento de efectivo y depósitos en el Banco de España —véase gráfico III-10, B—, activos caracterizados por su mayor coste (1). La banca está así operando con niveles relativos de efectivo y depósitos en el Banco de España sin precedentes desde hace muchos años, siendo fácil prever que esa tendencia proseguirá, con tanta mayor intensidad, cuanto más rápidamente crezcan los de-

(1) Véase Informe 1971, página 152.

pósitos. En suma, la evolución de la estructura de la liquidez retenida de la banca es un producto casi mecánico de determinadas circunstancias, que plantea pocas dudas de interpretación y donde la disposición de los créditos no puede desempeñar ningún papel como mecanismo de ajuste.

GRAFICO III-10

Estructura del coeficiente de liquidez de la banca (a)



En la estructura de los excedentes de liquidez de la banca hay que distinguir también dos componentes: los márgenes disponibles no computables, que por definición forman parte de los excedentes, y aquella parte del efectivo y depósitos en el Banco de España mantenida en exceso de la requerida para el cumplimiento del coeficiente de caja. El incentivo para mantener los excedentes de liquidez en forma de disponibles no computables en lugar de efectivo depósitos en el Banco de España —ahorro de intereses por créditos dispuestos— es, en principio, semejante al caso de la liquidez retenida y los disponibles computables. Pero varios problemas complican aquí el análisis. Por un lado, en la medida en que la banca necesite unos saldos mínimos de efectivo y depósitos en el Banco de España para el desarrollo normal de sus operaciones, estas cantidades tenderán a aparecer como excedentes de efectivo y depósitos, con lo que existirá un límite, llegado el cual, el efectivo y los depósitos en el Banco de España no tenderán a aplicarse al reembolso de créditos dispuestos, aun cuando exista esa

posibilidad. En segundo lugar, la aplicación de excedentes de efectivo y depósitos a ese reembolso tropieza con dificultades por razón del plazo de disposición de los créditos, problema que no existía con la pignoración, que era reembolsable a la vista. En el caso normal (vgr.: redescuento ordinario), la disposición es por tres meses y no existe ninguna ventaja en el reembolso anticipado. De ahí será de esperar un cierto desfase en la transformación del efectivo y depósitos en disponibles no computables. Pero existe, además, el caso del redescuento especial, cuyo plazo de disposición oscila entre tres y ocho años, por lo que la posibilidad a corto plazo de aplicar los excedentes de efectivo y depósitos a su reembolso es muy exigua (1). En tercer lugar, en momentos de insuficiencia del efectivo y depósitos en el Banco de España, será necesario convertir los disponibles no computables en depósitos computables a través de la disposición de los créditos, con el consiguiente coste. La disposición de los márgenes de crédito no computable es, pues, a diferencia de la de los márgenes computables, un mecanismo de ajuste a corto plazo de la banca, aunque la decisión de disponer de esos márgenes vendrá influida por las limitaciones de reembolso antes reseñadas. De todo esto derivan algunas complicaciones para analizar la evolución de la estructura de los excedentes de liquidez, que se examinan en los párrafos siguientes, y unos efectos sobre la actitud de la banca en materia de excedentes de liquidez que se considerarán en el epígrafe 7.

En cuanto al efectivo y depósitos en el Banco de España —véase gráfico III-10, C—, la banca ha tendido a mantener un volumen mínimo de excedentes de esta forma; tales excedentes han fluctuado mucho a lo largo de 1971-73, pero ha habido períodos (vgr.: primera mitad de 1971, segundo trimestre de 1972) en que probablemente las cifras se aproximan a los mínimos deseados por la banca. Es de señalar que esas cifras son bastante menos importantes que las que la banca solía mantener voluntariamente antes de la introducción del coeficiente de caja —véase gráfico III-10, A— (2). Al margen de este problema, y como ya se ha señalado, los excedentes de efectivo han presentado fluctuaciones acusadas, indicio claro de la carencia

- (1) Esto explica el elevado volumen de crédito dispuesto en esta línea, legado de una situación pasada prácticamente irreversible. Por otra parte, como se trata de líneas de crédito a extinguir, el reembolso a su vencimiento o incluso el reembolso anticipado, que en algunos momentos del pasado autorizó el Banco de España, resulta una operación definitiva que comporta una caída de la liquidez total, tal como aquí se define, y, por tanto, de los excedentes.
- (2) Esto puede ser, en parte, un error estadístico. La sobreestimación de los activos retenidos a que alude la nota de la página 157 afecta precisamente al efectivo y depósitos en el Banco de España y lleva a una subestimación de los excedentes mantenidos de esta forma. Ello implicaría que la diferencia antes apuntada no es tan grande como parece. Pero, por otro lado, parece seguro que la banca, que no distingue formalmente entre efectivo y depósitos retenidos y no retenidos por el coeficiente de caja, considerará que la parte retenida cumple algunas de las funciones que antes atribuía a las cifras mantenidas voluntariamente. El efecto adverso sobre los beneficios bancarios derivados de la retención de porcentajes crecientes de efectivo y depósitos por el coeficiente de caja podría también aducirse como razón para que la banca tendiera a operar con un excedente de efectivo y depósitos menor que las cifras mantenidas en el pasado.

de flexibilidad de los mecanismos de aplicación de esos excedentes al reembolso de créditos cuyos disponibles no son computables (1).

La disminución de la importancia de los disponibles no computables como porcentaje de los depósitos prosiguió con bastante intensidad a lo largo de 1972. De constituir el 2,38 por 100 de los depósitos (36,6 miles de millones de pesetas) a finales de 1971 —véase cuadro III-4 y gráfico III-10, A y C—, habían descendido a 1,11 por 100 (21,4 miles de millones) a finales de 1972. Al margen del efecto sobre estos porcentajes del rápido crecimiento de los depósitos bancarios a lo largo de 1972, la causa principal de este descenso ha de verse en la disminución del límite potencial de los créditos a que se refieren estos márgenes disponibles, por la reducción de las líneas de redescuento especial y ordinario de que se hizo mención en el epígrafe III —véase gráfico III-6—. El total de líneas a cuyos márgenes disponibles se está haciendo referencia pasó así de 94,4 miles de millones de pesetas (6,13 por 100 de los depósitos) a finales de 1971 a 88,2 (4,58 por 100) en 1972. Comparada con esta evolución, la incidencia del grado de disposición de los correspondientes créditos en la magnitud de los disponibles fue relativamente pequeña. Esa disposición aumentó —véase cuadro III-4—, en cifras absolutas, de 57,8 miles de millones, en 1971, a 66,8, en 1972. El descenso, debido a amortizaciones y no a reembolsos anticipados, de su principal componente, el redescuento especial, se vio compensado por los incrementos de las restantes líneas, resultado del mecanismo de ajuste, ya aludido, que fuerza a la banca, en momentos de insuficiencia de sus activos líquidos computables, a obtenerlos reduciendo los disponibles no computables. Esto ocurrió con cierta intensidad en los meses de julio y diciembre de 1972 (véase gráfico III-9). Pero, debido al crecimiento de los depósitos, el volumen dispuesto disminuyó ligeramente en términos relativos entre finales de 1971 (3,75 por 100 sobre el total de depósitos) y 1972 (3,47 por 100).

El posible efecto de todo lo anterior sobre la actitud de la banca en materia de excedentes se resume en la idea de que el excedente total de liquidez quizás no sea, en las condiciones actuales, el indicador más adecuado de la situación de la banca, por la posibilidad de que ésta mantenga actitudes distintas entre los excedentes en forma de efectivo y depósitos y ante los excedentes en forma de disponibles no computables. El tema se considerará al hablar de la demanda de excedente de liquidez por la banca, tras haber dedicado unos breves comentarios a la estructura de los activos líquidos de las cajas de ahorro.

La estructura de la liquidez de las cajas de ahorro difiere mucho de la de la banca, porque las cajas han mantenido siempre un nivel muy bajo de endeudamiento en el Banco de España

- (2) Como ejemplo más claro está el aumento de aquellos excedentes a finales de 1971, que tras llevar, con un desfase, al reembolso de las pequeñas cantidades dispuestas en varias líneas de crédito, tropezó con la imposibilidad de ajustes adicionales, por la existencia de más créditos dispuestos reembolsables a corto plazo y por la inflexibilidad de reembolso del redescuento especial. Evidencia de ajustes desfasados la ofrecen también los aumentos de los excedentes de efectivo y depósitos en agosto de 1972 y enero de 1973, que solo se tradujeron en reembolso de crédito en los meses siguientes.

y porque han tendido a transformar en depósitos remunerados en la banca todos los activos líquidos que excedían de unos mínimos relativamente bajos (véanse gráficos III-7 y III-11). Así, los importantes volúmenes de depósitos de las cajas en la banca —que no entran en la definición de activos líquidos utilizada aquí, por tratarse de depósitos interbancarios que se cancelarían al consolidar los balances de la banca y de las cajas de ahorro— constituyen, por un lado, un mecanismo de transferencia de titularidad de los activos líquidos propiamente dichos a favor de la banca y por otro, el principal mecanismo de ajuste a corto plazo de las cajas de ahorro.

Hasta finales de 1971, el porcentaje de activos líquidos mantenido por las cajas fue muy pequeño, mostrando incluso una ligera tendencia a la baja, con el resultado de que las cifras absolutas de activos líquidos de las cajas eran una porción muy pequeña de las de la banca (véase gráfico III-7). Por lo mismo, la evolución de los activos líquidos mantenidos por las cajas era muy suave, llevando a que la evolución de la liquidez de la banca reflejase plenamente las oscilaciones del total de activos líquidos generado por el Banco de España (véanse gráficos III-7 y III-3).

La introducción del coeficiente de caja de las cajas de ahorro vino a alterar por una vez esta situación. Por razones expuestas en el epígrafe 4, forzó a las cajas, por un lado, a transferir una parte sustancial de sus depósitos en la banca al Banco de España, provocando así una redistribución de los activos líquidos a favor de las cajas y en contra de la banca (véanse gráficos III-3 y III-7) y, por otra, a pignorar la casi totalidad de su cartera de fondos públicos (véase gráfico III-6), para cubrir con los disponibles así obtenidos el resto del coeficiente. De hecho, las cajas de ahorro, que en el pasado pudieron haber utilizado, como la banca, esos disponibles como activo líquido, solo habían recurrido en proporción mínima a esa posibilidad, hasta que la introducción del coeficiente de caja les forzó a hacer pleno uso de ella. El resultado final ha sido que el volumen de disponibles mantenido por las cajas se ha elevado, pero, siendo insuficiente para cubrir el coeficiente de caja, ha aumentado en mayor proporción el volumen de efectivo y depósitos en el Banco de España. Salvando que, por ser el coeficiente de caja de solo el 4 por 100, el impacto total es menor, este efecto no difiere de lo que ocurre con la banca. De igual modo, es de prever que, a un plazo relativamente breve, la amortización de la deuda pública y el crecimiento de los depósitos de las cajas les lleven a una retención creciente de efectivo y depósitos (1). Por lo demás, desde la introducción del coeficiente, las cajas —véanse gráficos III-7 y III-11— han operado con excedentes muy pequeños de activos líquidos, con lo que la evolución de los activos líquidos en su poder ha seguido siendo muy suave.

Aun cuando los depósitos de las cajas en la banca —en su mayor parte, depósitos a la vista— no respondan a la definición de activo líquido aquí empleada, no cabe duda de que son para

(1) Este efecto puede hacerse esperar más que en la banca, por el hecho de que las existencias de fondos públicos pignorables y no pignorados en poder de algunas cajas son relativamente importantes.

las cajas un sustitutivo casi perfecto de éstos, lo que, unido a su rentabilidad elevada, explica que las cajas mantengan excedentes tan pequeños de activos líquidos en su definición estricta. Esto lleva a preguntarse por el significado de esos depósitos en la banca como indicativos de un potencial de expansión de las cajas no utilizado. La realidad es que no cabe tal interpretación. Por lo pronto, ni siquiera es cierto que la utilización por las cajas de esos depósitos para expandir sus créditos se tradujera en un crecimiento más rápido de esas instituciones. Suponiendo que los excedentes de liquidez de la banca no superaran a los demandados por ésta, esa conducta expansionaria ciertamente los créditos de las cajas, pero forzaría a la banca a reducir en igual medida los suyos. No habiendo en principio muchas razones para que, quizás exceptuando una evolución a muy corto plazo, los depósitos generados por los créditos de las cajas reviertan a éstas en mayor medida que los derivados del crédito de la banca, la distribución de depósitos entre ambos grupos de instituciones no se vería probablemente alterada. El resultado final sería un cambio en la composición del activo de las cajas y una reducción del activo y del pasivo (interbancario) de la banca, efectos todos ellos de poca trascendencia, desde el punto de vista de la política monetaria. De lo anterior se deduce que, para el conjunto del sistema bancario, lo relevante son los excedentes de liquidez de la banca, pues, si superan los niveles requeridos por ésta, la existencia de una liquidez secundaria de las cajas en forma de depósitos en la banca significará que esos excedentes podrán alimentar no solo una expansión originada en la banca, sino también una expansión con origen en las cajas de ahorro. Si existen excedentes, en el sentido indicado, una expansión de las cajas financiada con sus depósitos en la banca se traducirá en una genuina expansión de todo el sistema bancario, con la consiguiente reducción de los excedentes de liquidez de la banca; si los excedentes están ya al nivel mínimo deseado por la banca, la citada conducta de las cajas solo provocará un proceso redistributivo del tipo ya descrito. En cualquier caso, son los excedentes de liquidez de la banca los que determinan la capacidad de expansión del conjunto del sistema bancario (1).

7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez

Se presentarán ahora algunas consideraciones sobre la demanda de excedentes de liquidez por la banca, puesto que, como se acaba de señalar, es en este grupo de instituciones donde se centran los problemas relevantes.

- (1) Por lo demás, todo lo anterior queda matizado por el hecho de que no se puede considerar que unos depósitos de la magnitud relativa de los de las cajas en la banca tengan como justificación única la de ser activos líquidos. La importancia y estabilidad a largo plazo de estos depósitos, que obtienen de la banca una remuneración comparativamente elevada, induce a pensar que la decisión de mantenerlos forma parte de la política de distribución por las cajas de sus recursos entre los diversos activos rentables disponibles. El papel de esos depósitos como activo líquido se reduciría así a una función compensatoria o de ajuste a corto plazo, mientras que, a largo plazo, habría que ver en ellos un activo rentable más, con un nivel y evolución dependientes de otra clase de factores. Es significativo que la introducción del coeficiente de caja, financiado en parte por reducción de los depósitos en la banca, redujo el nivel exagerado de éstos a finales de 1971 (véase gráfico III-11), pero no parece haber afectado a la baja el nivel normal de los mismos, que sigue siendo hoy similar al anterior a ese hecho.

Cabría pensar, en una primera aproximación al tema, que el excedente de activos líquidos —definido por la diferencia entre el total de activos líquidos de la banca y la parte de los mismos retenida por el coeficiente legal de caja y los depósitos obligatorios (véanse gráficos III-7, III-10 y III-11)—, constituye una buena medida del potencial de expansión bancaria y que, en consecuencia, dicho excedente proporciona un objetivo relativamente sencillo a la actuación de las autoridades en sus esfuerzos por controlar la evolución de las magnitudes monetarias básicas.

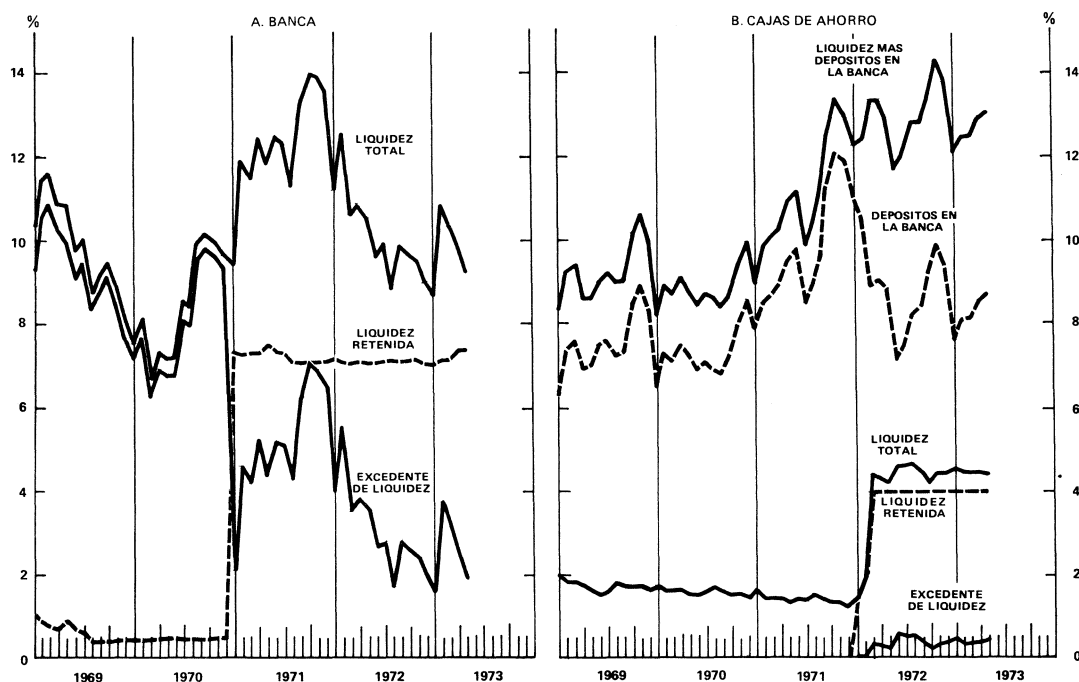
Los problemas son, sin embargo, bastante más complejos, puesto que lo relevante a efectos de la expansión bancaria no son los excedentes de liquidez disponibles en sí mismos, sino en relación con la demanda de dichos excedentes por parte de la banca. Significa esto que los excedentes de liquidez definidos en la forma antes indicada no miden adecuadamente el exceso de liquidez, desde el punto de vista de los bancos; un excedente positivo de activos líquidos que fuera inferior a la demanda de excedentes de liquidez por los bancos sería juzgado por éstos como insuficiente e induciría un proceso de contracción en la adquisición bancaria de activos rentables (1).

La demanda de excedentes de liquidez por la banca deriva, en primer lugar, de que los activos líquidos retenidos no pueden ser utilizados, por definición, para atender los requerimientos normales de activos líquidos. Tanto por razones operativas como por la probabilidad de fluctuaciones en los renglones que definen el coeficiente de caja, la banca desea mantener un volumen de activos líquidos superior al mínimo legalmente exigido. Pero existen, además, otros motivos que inducen en los bancos el deseo de mantener más amplios excedentes de liquidez: previsiones de modificación de los tipos de interés, previsiones sobre desfases futuros entre la demanda de crédito y el suministro de activos líquidos, etc. Todas estas consideraciones otorgan una rentabilidad implícita a los excedentes de liquidez mantenidos por los bancos, que estos últimos habrán de comparar con el rendimiento que podrían obtener si los invirtieran en activos rentables alternativos.

La complejidad de los factores que la banca ha de tener en cuenta para decidir sobre el excedente de liquidez que desea mantener, indica claramente la dificultad de estimar el comportamiento de una demanda que constituye una magnitud que no es directamente observable. Y esto basta para subrayar las dificultades de una política encaminada a actuar sobre las magnitudes monetarias básicas a través de la regulación de los excedentes de liquidez efectivos de la banca, ya que un mismo nivel de éstos será más o menos expansivo o contractivo, dependiendo de su comparación con la demanda bancaria de excedentes de liquidez. Añédase a las dificultades que dicha política ha de afrontar para conseguir, con una razona-

(1) Se ha de señalar aquí la existencia de un problema estadístico importante. Las cifras de excedentes de liquidez presentadas en el cuadro III-2 y en los gráficos III-7 y III-11 están subestimadas, por razón del método empleado para el cálculo de la liquidez retenida (véase nota de la página 157). Esta subestimación es difícil de cuantificar y tras advertir de su presencia, habrá que prescindir de ella.

Coeficientes de liquidez (a)



(a). Porcentajes sobre el total de depósitos en pesetas interiores y en pesetas convertibles, incluidos además, en la banca, los bonos de caja de los bancos industriales y los depósitos de las cajas de ahorro.

ble aproximación, sus objetivos el hecho de que los bancos, enfrentados con una disparidad entre oferta y demanda de excedentes de liquidez, solo reaccionarán, a fin de eliminarla, con retrasos difíciles de precisar.

Todos estos problemas se han visto acentuados en el sistema bancario español durante el último período, como consecuencia de las características que han acompañado a éste y, que han hecho, probablemente, que la banca modificara repetidas veces, en forma difícil de precisar, sus criterios respecto del excedente mínimo de liquidez deseable. La introducción del coeficiente de caja a principios del período hubo de afectar a la demanda de excedentes de liquidez por la banca y el reciente cambio en el sistema de cómputo del coeficiente ha debido de representar un nuevo e importante elemento en el proceso de definición de las actitudes de la banca. Además, la abundancia de liquidez que ha acompañado a la mayor parte del período ha creado unas condiciones poco propicias para que la banca pudiera plantearse con precisión el tema del mínimo de excedentes de liquidez deseable, al tiempo que hacía más difícil la estimación de ese mínimo. Añádanse a lo anterior otras fuentes de incertidumbre: parece que la banca no ha llegado aún a percatarse plenamente de que la autoridad monetaria está centrando su actuación en la regulación de los activos líquidos y, hasta cierto punto, sigue considerando éstos como determinados autónomamente por factores tales como la ba-

lanza de pagos o la actuación del sector público; la autoridad monetaria, al transmitir sus objetivos a la banca, lo ha hecho, como es lógico, en términos de crecimiento de las magnitudes monetarias finales y no en términos del objetivo instrumental, que era el crecimiento de los activos líquidos, y la banca tal vez no ha sabido aún traducir los unos a los otros; por otra parte, desde hace meses ha estado en el ambiente la idea de que la evolución monetaria previsible se inclinaba en el sentido de una mayor restricción, con rumores periódicos sobre elevaciones de tipo de interés, aumentos del coeficiente de caja, etc. Es lógico que, en estas circunstancias, la banca tendiera a una actitud de cautela, optando por mantener excedentes de liquidez relativamente importantes, a pesar de que el deseo de las autoridades solo fuera el de suavizar la expansión de las magnitudes monetarias, pero en modo alguno frenarla, y que ello habría llevado en el momento preciso a promover un crecimiento de los activos líquidos para sustentar el proceso.

Otro elemento de incertidumbre fue aportado por las variaciones a corto plazo, algunas importantes, del nivel de activos líquidos (véanse gráficos III-3 y III-7), que se describieron en otro lugar, y respecto de las cuales solo habrá que recordar que las fluctuaciones mensuales no muestran toda la variabilidad a corto plazo de una magnitud que, en parte por razones estacionales, tiene además oscilaciones intramensuales de cierta importancia. La escasa flexibilidad de los instrumentos utilizados en la regulación del nivel de activos líquidos explica esa serie de incidencias en la evolución del total de activos líquidos del sistema bancario.

Conviene, en fin, dedicar alguna atención a la sugerencia, formulada al hablar de la estructura de los activos líquidos de la banca, de que el excedente total de liquidez quizás no sea, en las condiciones actuales, el indicador más adecuado de la situación de la banca, por la posibilidad de que ésta mantenga actitudes distintas ante los excedentes en forma de efectivo y depósitos y ante los excedentes en forma de disponibles no computables. Varias razones abogan en favor de esta hipótesis: a) los excedentes en forma de disponibles no computables tienen un coste de oportunidad bajo comparados con el efectivo y depósitos; b) la utilización de los disponibles es, en materia de plazos, poco flexible, destacando el caso extremo, de práctica irreversibilidad, del uso de los márgenes de redescuento especial; c) los límites de los disponibles están disminuyendo en términos relativos y absolutos, encontrándose a un nivel muy bajo. Todo esto ha debido llevar a la banca a una actitud de cautela en la utilización de esos márgenes disponibles no computables para financiar el proceso normal de expansión, reservándolo para cubrir situaciones especialmente difíciles (1). Esto haría pensar que la ex-

- (1) Varios hechos confirman esta hipótesis. Uno es la no utilización de unas líneas de crédito con tipos de interés (entre 2,75 y 5 por 100) netamente inferiores a los de casi todas las posibles operaciones activas de la banca, incluidos los préstamos a corto plazo en el mercado interbancario o la adquisición de bonos del Tesoro. Otro es la importancia relativamente grande de los disponibles por redescuento especial en un año de fuerte expansión del crédito como 1972 —véase gráfico III-9, B—, en contraste con lo que ocurría en el pasado en años (vgr.: 1969) en los que una fuerte demanda de crédito coincidía, sin embargo, con que los límites de ese redescuento estaban también aumentando. Otro hecho importante es que los momentos en que los excedentes de efectivo y depósitos se redujeron prácticamente a cero (vgr.: julio y diciembre 1972, abril de 1973) coincidieron con tensiones en los mercados interbancarios, a pesar de la importancia relativa de los márgenes de crédito disponibles en el Banco de España.

pansión bancaria estuvo, tal vez, más controlada por los excedentes de efectivo y depósitos que por los excedentes totales.

En último término, la situación de liquidez de la banca solo puede apreciarse indirectamente a través de indicadores de la tensión entre oferta y demanda de los excedentes de activos líquidos. Un buen indicador a este respecto es el tipo de interés sobre los depósitos interbancarios a tres meses que se recoge en el gráfico III-12. Aunque solo se dispone de información adecuada desde el mes de agosto de 1972, la evolución temporal de dicho tipo de interés es elocuente para la última parte del período considerado: la presión registrada por la banca en su liquidez al finalizar 1972 se traduce en una subida de dicho tipo, que desciende bruscamente en los meses siguientes ante las fuertes inyecciones de activos líquidos ya descritas, para elevarse, de nuevo, ante la actuación compensadora de las autoridades y la menor holgura de liquidez bancaria registrada desde el mes de abril de 1973.

Resumiendo todo lo anterior, existen varias razones que hacen pensar que, a lo largo de los últimos dos años, la demanda de excedentes de liquidez por la banca ha sido superior a lo que hubiera cabido esperar en base solo al coste de mantenimiento de esos excedentes y, durante los últimos meses, a la intensidad de la demanda de crédito y a lo que, a juzgar por la experiencia de sistemas bancarios extranjeros, ocurrirá presumiblemente a la larga en la banca española.

8. El mercado monetario y la evolución de los tipos de interés

Cerrando el análisis de los temas a tratar antes de estudiar el proceso de expansión bancaria, se presentan a continuación algunos datos sobre la evolución del mercado monetario y sobre los tipos de interés más directamente vinculados a éste y al citado proceso de expansión. Puesto que el mercado monetario no había sido hasta ahora objeto de análisis en los Informes del Banco de España, se considerarán también algunos de sus rasgos estructurales. Los límites de lo que se suele dominar mercado monetario son siempre imprecisos y, en el caso presente, el término se utilizará como sinónimo de mercado de depósitos entre instituciones financieras nacionales (1). Los comentarios siguientes tampoco pretenden cubrir la totalidad de éste, sino solo dos piezas que, en realidad, constituyen su mayor parte: las operaciones interbancarias y las relaciones financieras entre la banca y las cajas de ahorro, caracterizadas ambas por el régimen imperante de libertad de tipos de interés.

(1) Prácticamente, todas las operaciones interbancarias revisten la forma de depósitos, bien a la vista —con o sin un plazo de preaviso— bien a plazo. En este caso, las operaciones más típicas son a un día, a un mes y a tres meses. Naturalmente, existen también otros plazos, pero las operaciones a más de tres meses son poco importantes. La información sobre plazos no es muy adecuada y este aspecto del tema no se tratará más.

El cuadro III-5 recoge los datos esenciales sobre el mercado estrictamente interbancario (1). Los saldos brutos de las operaciones interbancarias son relativamente importantes: 4.9 por 100 de los depósitos, a finales de 1972. La banca comercial aparece en ese mercado como importante prestataria neta y la banca industrial, como principal prestamista neta. Dentro de la primera, el papel de prestataria neta se centra en la banca nacional, pues la regional es también prestamista neta de cierta envergadura, mientras que la banca local y extranjera desempeñan un papel muy escaso, que parece tender sin embargo a transformarse en presta-

CUADRO III-5

Mercado interbancario

Medias de cifras mensuales

	1969	1970	1971	1972
Saldos en miles de millones de pesetas				
Saldos brutos activos	24,9	28,4	52,6	74,7
Banca comercial	16,3	18,5	33,0	41,7
Banca industrial	8,6	9,9	19,6	33,0
Saldos brutos pasivos	— 23,2	— 30,2	— 53,7	— 77,1
Banca comercial	— 21,1	— 27,4	— 46,7	— 70,6
Banca industrial	— 2,1	— 2,8	— 7,0	— 6,5
Saldos netos (a)	1,6	— 1,7	— 0,9	— 2,4
Banca comercial	— 4,9	— 8,7	— 13,5	— 28,9
Nacional	— 11,9	— 15,7	— 21,1	— 35,3
Regional	6,1	5,9	8,4	9,9
Local	0,3	0,8	— 0,2	— 2,8
Extranjera	0,6	0,2	— 0,7	— 0,7
Banca industrial	6,5	7,0	12,6	26,5
Porcentajes sobre depósitos				
Saldos brutos activos	2,6	2,6	4,0	4,7
Banca comercial	1,8	1,8	2,6	2,8
Banca industrial	24,3	19,6	26,7	29,3
Saldos brutos pasivos	2,5	2,8	4,1	4,9
Banca comercial	2,3	2,7	3,7	4,8
Banca industrial	5,9	5,6	9,5	5,7

Las cifras del cuadro se refieren a las cuentas interbancarias llamadas de «tesorería», con exclusión de las «cuentas mutuas» o de corresponsalia, ya que éstas no obedecen a las motivaciones características de las operaciones de los mercados monetarios.

(a) Teóricamente, el saldo neto del conjunto de la banca debería ser igual a cero, explicándose las cifras por desfases temporales de contabilización.

(1) En cuanto a su definición, véanse notas al cuadro. Dadas las oscilaciones intermensuales de las cifras, y en particular la posible falta de representatividad de las de fin de año, afectadas por las operaciones bancarias de «window dressing», el cuadro y el análisis siguiente se refiere a medias anuales de cifras mensuales.

tario (1). Las razones de la posición prestamista neta de la banca regional no son muy evidentes, aunque es obligado deducir que quien obtiene los fondos facilitados por ella es la banca nacional, que aparece también como beneficiaria de los importantes saldos suministrados por la banca industrial. El trasvase neto de fondos de la banca industrial a la banca nacional resulta así uno de los rasgos más notables del mercado interbancario. A diferencia de la banca comercial, en que las operaciones activas interbancarias no llegan a representar el 3 por 100 de sus depósitos de particulares y empresas, en la banca industrial se elevan a casi un 30 por 100.

Un punto importante, que pone de relieve el cuadro III-5, es el rápido crecimiento de este mercado interbancario. El porcentaje que las operaciones interbancarias brutas, tanto activas como pasivas, representan sobre los depósitos de particulares y empresas ha experimentado una rápida progresión, del 2,5 por 100, en 1969, al 4,9 por 100, en 1972. La expansión de las operaciones activas de la banca industrial, que aquí se manifiesta por un aumento del 24,3 por 100 de los depósitos, en 1969, al 29,3 por 100, en 1972, es sin duda, elemento importante de esta evolución, pero no lo explica todo, puesto que las operaciones activas de la banca comercial han mostrado asimismo un incremento, que si en porcentajes de los depósitos (1,8 por 100, en 1969, a 2,8 por 100, en 1972) parece modesto, no lo es por el gran peso de la banca comercial en el total de la banca. Una explicación muy verosímil, y que las cifras tienden a confirmar, es que, como se preveía en el Informe anterior, este mercado ha recibido un fuerte impulso de la introducción del coeficiente de caja. En efecto, fue en el año 1971 cuando se produjo la progresión más rápida (del 2,8 por 100 al 4,1 por 100) en la serie de porcentajes sobre depósitos de las operaciones brutas interbancarias. Es cierto que el desarrollo del mercado ha de verse sobre todo en su eficacia, competitividad y transparencia, más que en el crecimiento de su volumen, pero también lo es que éste ha de contribuir poderosamente al logro de aquéllas. Es lógico pensar que la necesidad de una política de tesorería más ágil que la tradicional, para cumplir con el coeficiente, tuviera que llevar a un recurso más frecuente y flexible al mercado interbancario, único que ofrece instrumentos de inversión y de endeudamiento a plazo inferior a tres meses (2). Por esta razón han de apuntarse también, entre las causas contribuyentes al fenómeno, la existencia de excedentes de liquidez importantes, sobre todo en 1971, y el que se hayan bloqueado y tiendan a reducirse los canales de acceso de la banca al Banco de España. Las rigideces en materia de plazo que hoy comporta el endeudamiento en el Banco de España, y que se comentaron en el epígrafe 6, habrían sido así un factor estimulante del desarrollo del mercado interbancario. Todo hace suponer, por otra parte, que la reciente modificación del sistema de cómputo del coeficiente de caja dará a éste un impulso adicional.

(1) Estas cifras netas simplifican mucho la realidad, pues existen complejas relaciones en los dos sentidos entre grupos y dentro de cada uno de ellos. Las cifras brutas, muy resumidas, que recoge el cuadro III-5 ofrecen una idea de la complejidad de estos flujos interbancarios.

(2) Véase también página 128

En cuanto a la evolución de la segunda pieza del mercado monetario, es decir, las relaciones entre la banca y las cajas de ahorro, no hará falta decir muchas cosas, puesto que el tema ha surgido repetidamente en el curso de este Capítulo. Los depósitos de las cajas de ahorro en la banca, depósitos fundamentalmente a la vista y remunerados con tipos de interés del orden del 5-6 por 100, se elevaban a finales de 1972 a 69,2 miles de millones de pesetas. Aunque en el curso del año 1972 y principios de 1973 han experimentado fluctuaciones de cierta importancia, puede decirse que en ese período parece manifestarse una estabilidad a largo plazo —véase gráfico III-7—, que permite considerar aquella cifra como indicativa del nivel medio mantenido en ese período. En términos relativos, esos depósitos han representado últimamente entre un 8 por 100 y un 10 por 100 del pasivo de las cajas de ahorro —véase gráfico III-11— y entre un 3,5 por 100 y un 5 por 100 de los depósitos de la banca. Sobre la motivación y el significado de estas cuentas bastará remitir a lo expuesto en el epígrafe 6 (1).

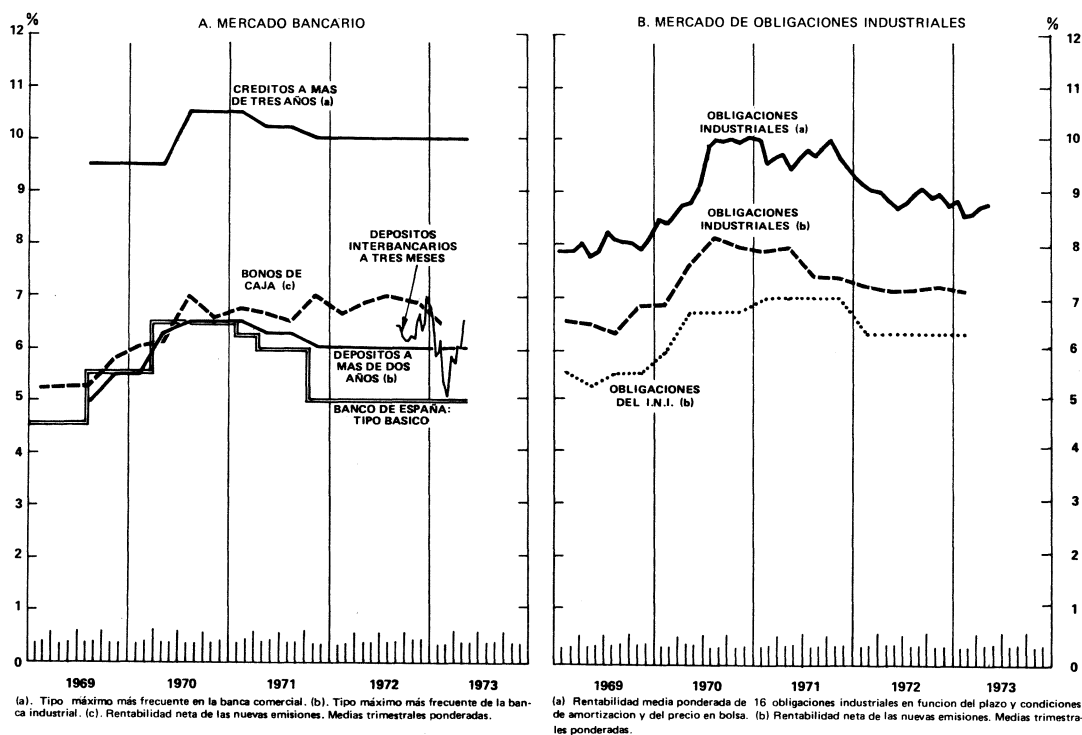
Las cifras analizadas hasta aquí permiten apreciar los grandes rasgos de la evolución del mercado monetario, pero no su marcha a corto plazo, ya que las tensiones relativas en su funcionamiento no tienen por qué reflejarse en fluctuaciones de sus magnitudes brutas o netas. La forma de valorar aquéllas es recurriendo a indicadores de tipos de interés. El único válido existente es el tipo de interés a tres meses, para operaciones realizadas en el mercado interbancario, disponible solo desde agosto de 1972 y recogido, junto a otros tipos de interés de mercado, en el gráfico III-12. La evidencia es, pues, muy limitada, pero resulta valiosa para analizar la evolución reciente, ya que esa serie responde de forma sistemática a la evolución de la liquidez bancaria. Comparando la evolución de ese tipo de interés con la del coeficiente de liquidez de la banca —véanse gráficos III-10 y III-11—, se aprecia una fuerte correlación inversa entre ambas magnitudes. A partir de agosto de 1972, el tipo de interés a tres meses muestra un descenso, seguido de una fase ascendente que lo lleva al nivel del 7 por 100, fase que refleja la transitoria mejoría de la liquidez bancaria entre esos dos momentos y las tensiones de liquidez de fin de año. Sigue, al iniciarse 1973, una fuerte disminución del tipo de interés, que alcanza a principios de marzo un mínimo del 5 por 100, en concordancia con la acusada mejora de la liquidez bancaria. Surge entonces una rápida fase ascendente, que, a mediados de mayo, situaba de nuevo los tipos en la proximidad del 7 por 100, coincidiendo

(1) Existe, sin embargo, otra faceta de las relaciones financieras entre las cajas de ahorro y la banca, de la que hasta ahora no se ha hablado y que no se recoge en ningún cuadro o gráfico de este Capítulo. Se trata de que las cajas de ahorro suscriben también bonos de caja emitidos por los bancos industriales. Este proceso había adquirido cierto relieve en los años anteriores —a finales de 1971, las cajas mantenían una cartera de bonos de 9,4 miles de millones de pesetas—, pero experimentó una formidable aceleración en el curso del año 1972, ya que las cajas suscribieron la casi totalidad del importante volumen de bonos emitidos en el año, con lo que su cartera de estos títulos se situaba a finales del mismo en la cifra de 29,2 miles de millones de pesetas, equivalente al 49 por 100 de los bonos de caja en circulación. Dada la novedad del hecho, sería prematuro extraer conclusiones respecto a su relevancia para el funcionamiento del mercado intercabancario. Sí cabe, en cambio, señalar cómo, en términos netos, se ha constituido de esta manera un circuito por el que las cajas facilitan fondos a la banca industrial y ésta, a su vez, en proporciones similares, los facilita a la banca comercial.

con momentos en que parecía estar agotándose el potencial de expansión de la banca y se preveían dificultades de disponibilidad de activos líquidos de cara a los fenómenos estacionales del mes de julio.

GRAFICO III-12

Principales tipos de interés



La evolución de los restantes tipos de interés que figuran en el gráfico III-12 no puede interpretarse como indicativa de la evolución del mercado monetario, pero debería ser un exponente general de tensiones en los mercados de crédito. Su análisis se aplazará, sin embargo, al epígrafe 10.

9. El proceso de expansión bancaria

La evolución de los activos y pasivos del sistema bancario —banca privada y cajas de ahorro—, así como de las condiciones del mercado crediticio, será objeto de análisis en este epígrafe. Dicha evolución, condicionada por las acciones, ya descritas, de la autoridad monetaria, es

el resultado de la interacción entre el comportamiento del sistema bancario y el del público. El análisis se basa en la agrupación de todas las partidas del balance del sistema en cuatro epígrafes: activos líquidos, crédito del Banco de España —dos conceptos cuya definición coincide con la utilizada hasta aquí y que se considerarán, a algunos efectos, en términos netos—, depósitos y activos rentables netos. Estos últimos se definen como un residuo, que incluye no solo los créditos y valores frente al sector privado y público, sino toda una serie de partidas del balance (vgr.: activos reales, desfase activo de bancos y banqueros, etc.), que constituyen en definitiva financiación facilitada a la economía. Se deducen, por el contrario, determinados conceptos pasivos del balance (vgr.: cuentas de capital), que constituyen detracciones a la financiación de la economía. El objetivo final de este epígrafe será explicar el proceso de crecimiento de los depósitos del sistema bancario, debido, por un lado, a la generación de los mismos por el propio sistema bancario, a través de sus adquisiciones netas de activos rentables, y por otro, a la acción de la autoridad monetaria, que es quien determina los dos factores restantes que, en el balance del sistema, figuran como contrapartida de los depósitos: activos líquidos y crédito del Banco de España. Por su importancia, y como primer eslabón expositivo de la cadena, se analizará ante todo el proceso de adquisición de activos rentables por el sistema bancario. Este último habrá de explicarse en términos de la demanda por el sistema bancario de esos activos rentables —condicionada básicamente por el nivel de sus activos líquidos y su demanda de excedentes de liquidez—, y de la oferta de estos instrumentos por parte del público (1). Solo después de analizado este proceso se tratará del de expansión de los depósitos (2). Entre ambos se interpondrán, sin embargo, unos comentarios sobre la evolución de los tipos de interés de mercado.

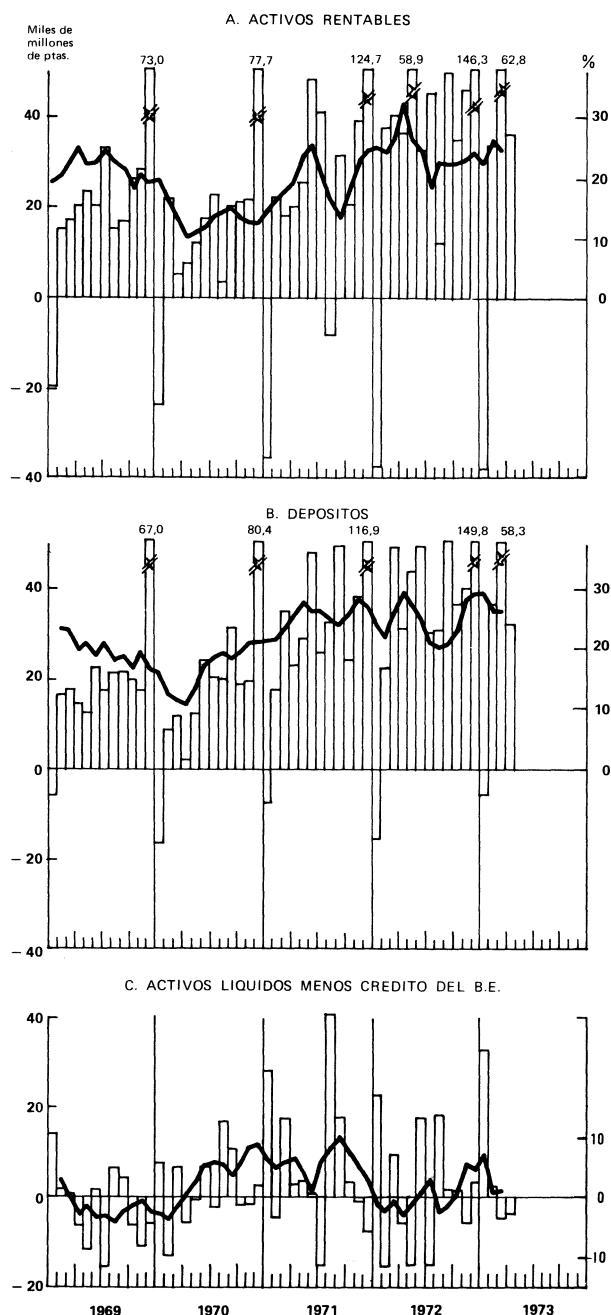
El ritmo de crecimiento de la serie desestacionalizada de activos rentables, tal como éstos se definieron antes, aparece recogido en los gráficos III-1 y III-13, A. Tras el bache del año 1970, en que descendió a una tasa de casi el 10 por 100, se observa una fase de rápido crecimiento en la primera mitad de 1971, hasta una cota del 25 por 100 a mediados de año, seguida de un bache relativamente profundo, pero breve, en el tercer trimestre, tras el cual se vuelve a alcanzar, a fin de año, el máximo citado. Los primeros meses de 1972 asisten a una aceleración adicional, que lleva a que se alcancen tasas del orden del 30 por 100 anual, pero

- (1) Por razones de coherencia lógica, se hablará en lo que sigue de demanda de activos y oferta de pasivos, tanto por el sistema bancario como por el público. Así, expresiones más familiares como la de «demanda de crédito por el público» quedan aquí sustituidas por el concepto de oferta de activos rentables por parte del público al sistema bancario.
- (2) Este esquema expositivo no debe hacer suponer que solo es válida una relación causal en el sentido citado, pues existe ciertamente una relación inversa de depósitos a activos rentables. Esta no discurre, sin embargo, a través del hecho de que los bancos individuales presten los depósitos que previamente han recibido —proceso que, al nivel macroeconómico, no va en esa dirección, sino en la contraria—, sino a través del hecho de que el crecimiento de los depósitos será uno de los factores condicionantes de la oferta por parte del público de activos rentables al sistema bancario. Teniendo esto en cuenta, el esquema propuesto es el más útil a efectos expositivos.

a esto sigue una fase de desaceleración hasta un ritmo del 20 por 100, a mediados de año. La segunda mitad del año se caracteriza por un ritmo muy sostenido de crecimiento, del orden del 22 por 100, que da paso, en los primeros meses de 1973, a una pequeña aceleración, que no parece que vaya a sostenerse en el futuro, por razones que se verán después. Al comparar esa evolución con la de los excedentes de liquidez del sistema bancario —véanse gráficos III-10 y III-11—, puede deducirse una primera interpretación de aquélla. La evolución de todo el año 1971 y de los primeros meses de 1972, hasta el punto máximo de la expansión, alcanzado en mayo, parece que puede imputarse de modo dominante a la oferta por el público de activos rentables al sistema bancario. El elevado nivel de sus excedentes de liquidez hace presumir que éste estaba dispuesto a ir más lejos de lo que realmente llegó y que el factor limitativo fue la oferta de activos rentables —demanda de financiación en la terminología más familiar—, limitada, de una parte, porque la expansión de la economía no había alcanzado todavía su plena intensidad y, de otra, porque el público estaba experimentando, desde mediados de 1970, fuertes incrementos de depósitos, generados, como después se verá, a través de las operaciones de la autoridad monetaria, como reflejo fundamentalmente del superávit de la balanza de pagos

GRAFICO III-13

Expansión del sistema bancario



(1). La evolución siguiente a abril-mayo de 1972 ha de ser interpretada en otros términos. La oferta de activos rentables por parte del público, que había adquirido intensidad a finales de 1971 y principios de 1972, no la perdió en ningún momento posterior, y el ritmo subsiguiente de expansión de los activos rentables netos del sistema bancario ha de interpretarse como reflejo de la voluntad del sistema bancario de no ir más allá de lo que las cifras indican. En particular, la fuerte desaceleración del segundo trimestre de 1972 ha de verse como un resultado de la rápida caída de los excedentes de liquidez del sistema bancario, producto de la propia intensidad de la expansión anterior, pero también, de diversas acciones de la autoridad monetaria ya descritas (reducción de líneas de redescuento en diciembre de 1971, introducción del coeficiente de caja de las cajas de ahorro a principios de 1972). Igual explicación hay que dar al sostenido ritmo de expansión de la segunda mitad de 1972, coincidiendo con excedentes de liquidez relativamente bajos, en especial si, como se sugirió en el epígrafe 7, se presta atención a los excedentes en forma de efectivo y depósitos. La pequeña aceleración de los primeros meses de 1973 tendría así también explicación como resultado de que el sistema bancario, enfrentado con un formidable aumento de su posición de liquidez en enero de 1973, reaccionó incrementando su demanda de activos rentables. Esa aceleración no sería más que un ajuste parcial y la caída de la posición de liquidez de la banca en los meses subsiguientes hace pensar que no se mantendrá en el futuro.

Con el fin de analizar la influencia de las autoridades sobre la evolución de las condiciones en el mercado crediticio, se va a comparar la evolución de los activos rentables efectivos con la de los activos rentables potenciales. Siguiendo con las definiciones anteriores, los «activos rentables potenciales» serían iguales a la suma de los «depósitos potenciales», más el crédito del Banco de España al sistema bancario, menos los activos líquidos de éste. A su vez, los «depósitos potenciales» se definen como resultado de multiplicar los activos líquidos por un coeficiente que incluiría el coeficiente legal de caja, más el coeficiente mínimo de excedentes de liquidez que la banca desee mantener en cada momento. Siempre que los activos líquidos se hayan generado con independencia del comportamiento del sistema bancario —como básicamente es el caso en España—, este artificio mostrará la incidencia de las acciones de la autoridad monetaria sobre la demanda de activos rentables por el sistema bancario. Enseguida se ve, sin embargo, que el método plantea un problema crucial, que ya ha surgido antes: el de determinar el coeficiente mínimo de excedentes de liquidez deseados por el sistema bancario. Con todo, el planteamiento ofrece gran interés y los resultados obtenidos con él en algunos trabajos econométricos emprendidos por el Servicio de Estudios del Banco de España parecen suficientemente interesantes como para mencionarlos. Estos estudios se han basado en una definición algo más

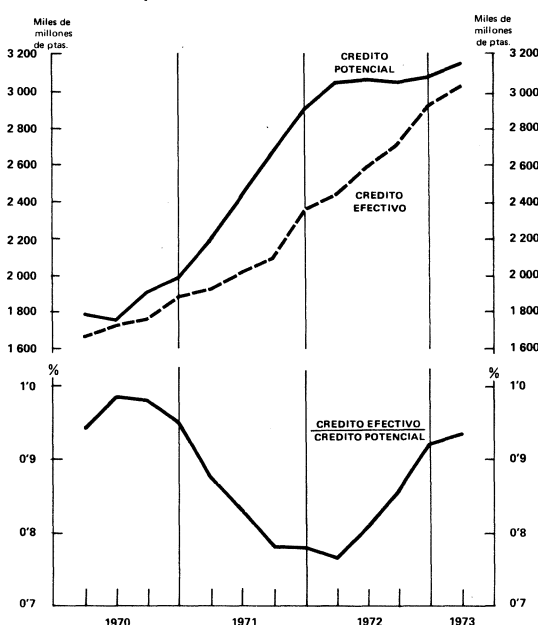
(1) Ante una situación como esa, una reacción a esperar del sistema bancario hubiera sido reducir sus tipos de interés, para estimular la demanda de crédito, y mostrar una mayor disposición a adquirir valores, con incremento de los precios de éstos y descenso también de sus rentabilidades. Este tipo de reacciones son, sin embargo, muy débiles en un sistema como el español, donde la resistencia a competir abiertamente en términos de tipos de interés se suma a las restricciones institucionales en materia de inversiones, en general, y de adquisición de valores, en particular.

restringida de «activos rentables» —para distinguirla se denominará en adelante «crédito potencial»— e introducen un supuesto de ajustes, desfasados en el tiempo, a las variaciones del volumen de activos líquidos (1). Por el carácter mismo de la estimación, se ha realizado en valores trimestrales, lo que significa que sus resultados solo pueden reflejar los grandes rasgos de la evolución reciente. Pero con este inconveniente, y con todos los defectos que pueden derivarse de las hipótesis introducidas, los resultados ofrecen una imagen coherente de la evolución de los dos últimos años.

Las cifras de «crédito potencial» así estimadas —véase gráfico III-14— reflejan claramente el estancamiento del volumen de activos líquidos a partir de septiembre de 1971 y hasta finales de 1972. Los aumentos que registra aquella magnitud en el último trimestre de 1971 y primero de 1972 son consecuencia de los efectos retardados de la expansión de los activos líquidos anterior a septiembre, sobre todo la del tercer trimestre de 1971, y de la estructura de retardos utilizada. En la medida en que esta estimación sea correcta, la desaceleración del crecimiento del crédito potencial sería así un efecto desfasado de la política de estabilización del volumen de activos líquidos seguida desde finales de 1971 (2).

GRAFICO III-14

Crédito potencial y crédito efectivo



- (1) La hipótesis básica es que, dada la variabilidad a corto plazo de los excedentes de liquidez, se supone que la banca solo reacciona a las variaciones que demuestran tener una cierta permanencia. Por otra parte, incluso dados unos ritmos regulares de expansión de los activos líquidos, el aumento de los activos rentables es un proceso que requiere tiempo. Esto se introduce en el análisis suponiendo que el efecto de la variación de los activos líquidos se distribuye parcialmente a lo largo de varios periodos. Concretamente se utiliza una estructura de desfases, definida por un polinomio de segundo grado, que cubre un periodo de cinco trimestres, asignándose un coeficiente muy bajo al primer trimestre. Una vez que se han tenido en cuenta los retrasos referidos, las diferencias entre los valores potenciales y efectivos pueden variar, de forma amplia y prolongada, por la incapacidad de la oferta del público para equilibrar el mercado, dadas las imperfecciones del mismo; por factores, del tipo de los enumerados bajo el epígrafe 7, que eleven temporalmente la demanda de excedentes de liquidez, y por los costes que imponga a la banca la adaptación a fuertes aceleraciones de la oferta de activos líquidos.
- (2) La evolución del crédito potencial muestra para el primer y segundo trimestres de 1973 una aceleración, explicada por el incremento de los activos líquidos en el primer trimestre de 1973. La compensación de este fenómeno, que se ha traducido en que, en el mes de abril de 1973 y en términos de coeficiente de liquidez, los excedentes habían caído ya de nuevo al nivel de diciembre, hace pensar que ese incremento del crédito potencial no persistirá en el futuro.

La relación entre el crédito efectivo y el potencial, representada en el gráfico III-14, es un indicador de la presión en el mercado crediticio, que debe explicar la evolución de los tipos de interés y de las restantes condiciones de los préstamos.

Tras las fuertes tensiones del año 1970, el aumento acelerado del «crédito potencial», junto al más reducido ritmo de crecimiento de la oferta de activos rentables por parte del público, determinaron el descenso continuado, a lo largo de 1971, de la relación entre crédito efectivo y potencial. La reducción de los tipos de interés y, sobre todo, la mejora en las otras condiciones de los préstamos, que debió seguir a aquel descenso; la intensificación de la actividad productiva (medida en pesetas corrientes) y, en concreto, del ritmo de inversión, que determinó una necesidad creciente de financiación; y la reducción, como resultado de la política de drenaje iniciada en septiembre de 1971, del ritmo de crecimiento de los depósitos generados a través de las operaciones de la autoridad monetaria, explican la aceleración, desde el último trimestre de ese año, de la oferta de activos rentables por el público, que persistió a lo largo de 1972. Esta aceleración y el estancamiento, ya descrito, del «crédito potencial» determinaron el crecimiento de la relación entre aquélla y éste a lo largo de 1972. Es de esperar que esto haya conducido a un suave endurecimiento de las condiciones de los préstamos, que debería contribuir a la desaceleración del ritmo de crecimiento de los activos rentables en poder de la banca. En definitiva, tras un período en el que la marcha del crédito estuvo determinada por la demanda del público —utilizando la terminología ordinaria—, influida ésta por la evolución de los tipos de interés y de otras condiciones de los préstamos, se ha pasado a un período en el que la cantidad de activos rentables efectivamente adquiridos por el sistema bancario debe haber sido determinado, fundamentalmente, por la evolución del «crédito potencial», sometido al control de las autoridades.

La exposición anterior ofrece algunos elementos útiles para analizar la evolución de los tipos de interés de mercado, al mismo tiempo que puede aportar cierta confirmación del análisis precedente, por lo que se procederá ahora a analizar este tema. La evolución de los tipos de interés que figuran en el gráfico III-12 puede interpretarse como indicativa de la evolución del mercado crediticio, aunque los tipos considerados disten mucho de ser indicadores satisfactorios, ya que todos ellos deben estar muy afectados por arreglos institucionales que les impiden reflejar los tipos realmente efectivos de cada instrumento (1). Por eso, a reserva de sus posibles

(1) Los tipos referentes a créditos a más de tres meses y a depósitos a más de dos años porque no son tipos efectivos, sino los que la banca, dentro del régimen de libertad vigente, tiene que anunciar como máximos; las rentabilidades resultantes de las condiciones de emisión de bonos de caja y obligaciones industriales, porque estos tipos han estado o están sometidos a máximos legales y porque entre las condiciones de emisión no se han tomado en cuenta las comisiones de suscripción efectivamente pagadas, que se desconocen, pero pueden afectar bastante al alza a las rentabilidades en cuestión. Esto explicaría, al menos en parte, la disparidad entre esta serie y la resultante de las cotizaciones de las obligaciones industriales en el mercado secundario.

inconvenientes, parece más fiable la evolución de los tipos resultantes de las cotizaciones de las obligaciones industriales en el mercado secundario, que se refleja en el gráfico III-12, B (1).

La ampliación progresiva del exceso de demanda de activos rentables en el mercado bancario y las reducciones del tipo básico del Banco de España durante 1971 (0,25 puntos, en el primero y segundo trimestre, y un punto, en el cuarto), explican el descenso, a lo largo de aquel año, de los tipos de interés sobre los créditos a tres años y los de los depósitos a más de dos años (libres) y, junto con la abundancia de liquidez de la economía, el descenso de los tipos de rentabilidad de las obligaciones (tanto de la rentabilidad neta de las emisiones, como de la resultante de las cotizaciones de las obligaciones industriales en el mercado secundario). Durante 1972, en ausencia de variaciones del tipo básico del Banco de España, los tipos de interés sobre los créditos a más de tres años y los de los depósitos a más de dos años se estabilizan, la rentabilidad neta de las emisiones de obligaciones industriales desciende levemente hasta mediados de año, para estabilizarse después, mientras que la rentabilidad resultante de las cotizaciones en el mercado secundario continuó descendiendo hasta mediados de 1972 (2), iniciando entonces una nueva fase de alza. Esta coincide con las modificaciones operadas en el mercado crediticio, como consecuencia de la evolución del «crédito potencial» y de la demanda de crédito, con el bache de crecimiento en las disponibilidades líquidas —véase gráfico III-15— y con momentos en que la futura evolución de la liquidez bancaria aparecía sometida a fuerte incertidumbre; cuando, en los últimos meses del año, las disponibilidades líquidas entran de nuevo en una fase de acelerado crecimiento y mejora la situación de liquidez de los bancos, se restablece la tendencia a la baja en esta última rentabilidad.

La evolución descrita plantea algunas incógnitas (3), la más importante de las cuales es el hecho de que la evolución, a lo largo de 1972, del tipo de rentabilidad de las obligaciones industriales resultante de su cotización en el mercado secundario no tuviese su reflejo en los restantes tipos bancarios y del mercado de renta fija, y, en cualquier caso, que los movimientos registrados no hayan sido tan amplios como cabría esperar de las condiciones observadas

- (1) Estos tipos son los obtenidos de un estudio realizado por el Banco de España, cuyos resultados, provisionales, no se han publicado todavía. Los tipos son la media, ponderada por el volumen de obligaciones en circulación, de la rentabilidad de las obligaciones, con más de ocho años de vida media hasta la amortización, de una muestra variable de 16 empresas industriales. La rentabilidad es neta de impuestos y se calcula incorporando la diferencia entre el precio corriente y el de amortización, en función del plazo de éste.
- (2) En el continuado descenso de esa rentabilidad, que coincide con una fase de alza de la cotización de las acciones en Bolsa, pudo incidir también la reducción, por decisión administrativa del tipo de interés a las obligaciones del I. N. I., activo que, en la cartera de los inversores institucionales, puede ser reemplazado por obligaciones industriales.
- (3) a) La rentabilidad neta de las emisiones de bonos de caja de bancos industriales acusa oscilaciones a corto plazo de difícil explicación; b), los tipos de rentabilidad de las obligaciones industriales resultantes de su cotización en el mercado secundario muestran un movimiento al alza en la parte central de 1971 que resulta oscuro y difícilmente explicable.

en los mercados monetarios y crediticios. Sin olvidar en ningún momento las limitaciones que, como indicadores de mercado, presentan los tipos cuya evolución se intenta analizar, existen varias razones que podrían explicar este fenómeno. Pueden así mencionarse: a), la política de regulación de tipos de interés, ya que modificaciones muy fuertes de los tipos libres provocarían variaciones o distorsiones en la estructura de tipos que la banca puede considerar indeseables (1); b), la estructura oligopolística del mercado, que puede explicar la resistencia al cambio de los tipos activos y pasivos de la banca, como consecuencia de un comportamiento de los bancos individuales tendente a defender su participación en el mercado, moviéndolos únicamente ante «señales objetivas» (vgr.: variaciones del tipo de redescuento) que sean percibidos por todos como evidencia de cambios en las condiciones del mercado; c), las incertidumbres derivadas de la evolución de los activos líquidos; d), el ritmo de inflación registrado en 1972 y 1973 y las evidentes expectativas de que prosiga en el futuro inmediato, factor que podría explicar que, siendo la situación económica general y la estructura de los tipos de intereses regulados análogas en 1972-73 a las de la primera mitad de 1969, los tipos de interés libres sean netamente más elevados ahora que entonces.

La expansión de los depósitos del sistema bancario —véase gráfico III-13, B— estuvo muy condicionada, a lo largo de los dos últimos años, como es lógico, por la de sus activos rentables, que en términos absolutos constituyen su principal contrapartida. Pero los depósitos bancarios también se generan en parte a través de las relaciones entre el sistema bancario y el Banco de España, reflejadas en la variación de los activos líquidos de aquél y de los créditos recibidos de éste y cuya contrapartida, en términos de financiación de la economía, habría que buscarla en el balance del Banco de España (véase epígrafe 3). Esta fuente de creación, o destrucción, de depósitos, que normalmente desempeña un papel secundario, ocupó, sin embargo, un puesto preeminente en determinados momentos del período 1970-73 —véase gráfico III-13, C—. Así como durante la mayor parte de 1969 y el primer trimestre de 1970 se produjo, a través de este canal, una reducción de los depósitos bancarios, cuya tasa de crecimiento fue así sistemáticamente inferior a la de los activos rentables netos del sistema bancario, entre la primavera de 1970 y el otoño de 1971 tuvo lugar una aportación de excepcional importancia al crecimiento de los depósitos, que coincide, naturalmente, con la fuerte expansión de los activos líquidos del sistema bancario comentada en el epígrafe 3. De este modo, ya desde finales de 1970, el ritmo de crecimiento de los depósitos superó el 20 por 100 y acusó unas fluctuaciones mucho menos intensas que el de los activos rentables. De todas maneras, el gráfico III-13 muestra claramente que las dos ondas de aceleración del crecimiento de los depósitos en la primavera y a finales de 1971 se explican por la evolución del crecimiento de los activos rentables.

El año 1972, como resultado de la estabilización del crecimiento de los activos líquidos, se caracterizó, en cambio, por un impacto menor de esta fuente de generación autónoma de depósitos bancarios. De este modo, los depósitos evolucionaron de una forma bastante similar

(1) Véase págs. 158-59 de este Capítulo.

a los activos rentables. A fin de año, sin embargo, se rompió el paralelismo, ya que, de nuevo, adquirió una cierta importancia la creación de depósitos sin contrapartida de activos rentables. La aceleración del crecimiento de los depósitos en la fase final de 1972 y principios de 1973 aparece así fundamentalmente como resultado del proceso de creación de activos líquidos por la autoridad monetaria.

10. Evolución de las disponibilidades líquidas y de su estructura

Tras lo expuesto en los epígrafes anteriores, solo queda por describir, sucintamente, la evolución de las disponibilidades líquidas y del concepto, más restringido, de oferta monetaria (1) y analizar el comportamiento del público, que reacciona ajustando sus tenencias totales hacia los niveles deseados y las distribuye entre los distintos componentes.

El crecimiento de las disponibilidades líquidas, alcanzó en 1972 un ritmo (23,3 por 100) análogo al de 1971 (23,8 por 100), persistiendo así tasas de crecimiento netamente superiores a las de los años precedentes. El gráfico III-15 muestra este hecho a nivel mensual y permite observar además que la evolución de la oferta monetaria ha reflejado fielmente en los últimos dos años los ciclos de las disponibilidades líquidas, pero se ha caracterizado por una variabilidad mucho mayor. Así, la discrepancia existente entre el crecimiento medio de

CUADRO III-6

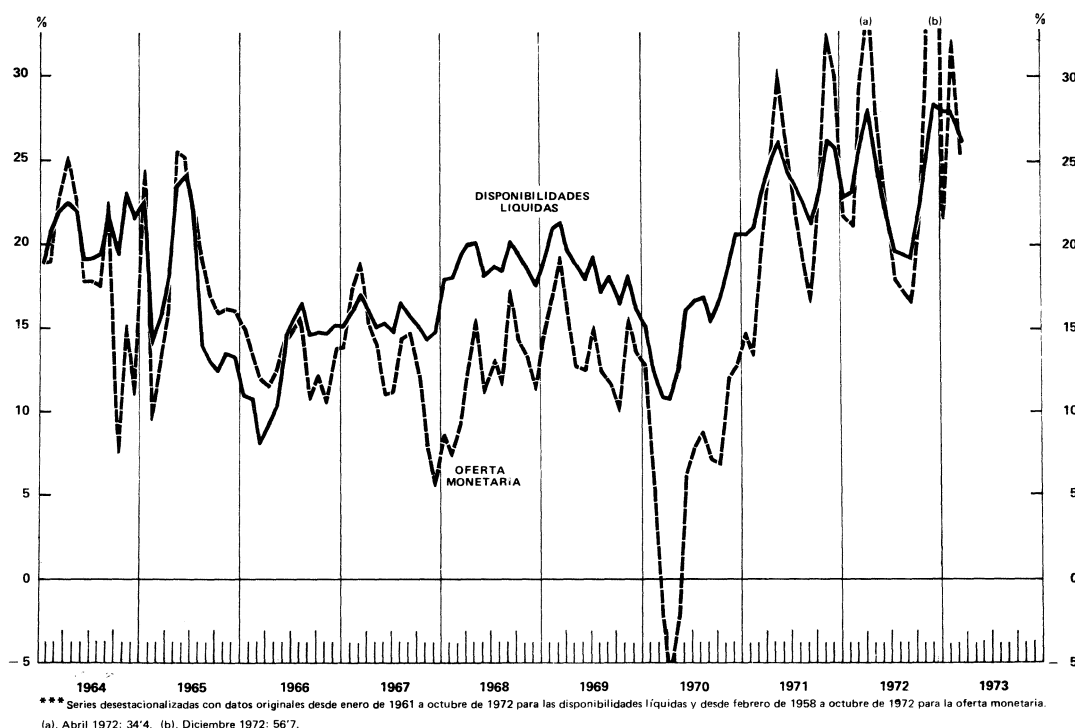
Evolución del sistema crediticio

	Variaciones netas relativas			Variaciones netas absolutas			Saldos a 31 de dicbre. de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas			
Disponibilidades líquidas	15,1	23,8	23,3	255,7	465,7	563,3	2.980,3
Oferta monetaria	5,9	23,4	24,8	41,2	173,2	226,1	1.139,2
Efectivo	8,4	11,9	13,8	20,4	31,2	40,5	334,7
Depósitos a la vista	4,6	29,7	30,0	20,8	141,9	185,6	804,4
Depósitos de ahorro	2,9	17,4	23,5	17,9	112,3	178,2	935,8
Depósitos a plazo	53,2	31,8	21,3	196,6	180,2	159,0	905,3
Hasta 2 años	52,7	28,6	16,1	186,2	154,2	111,8	805,7
A más de 2 años	65,0	98,6	90,2	10,4	25,0	47,2	99,6
Certificados de depósitos	(435,5)	(314,1)	(213,9)	(5,0)	(17,5)	(26,6)	(49,4)
Otros	(39,2)	(40,6)	(71,5)	(5,4)	(8,6)	(20,6)	(50,2)

- (1) Las disponibilidades líquidas se definen como efectivo en manos del público, más los depósitos de cualquier modalidad correspondiente a particulares y empresas, en la banca y en las cajas de ahorro. La oferta monetaria se define como el efectivo en manos del público, más los depósitos a la vista. Véase cuadro III-6.

Disponibilidades líquidas y oferta monetaria ***

Tasas de incremento T_3^3



las disponibilidades líquidas a lo largo de 1971 y 1972 con relación a los años precedentes resulta más acusada todavía, si la comparación se refiere a la oferta monetaria.

La evolución de estas magnitudes ha estado fundamentalmente determinada por la de los depósitos incluidos en su definición —véase gráfico III-15, comparado con el III-13, B—. El efectivo en manos del público experimentó como consecuencia del aumento del gasto, una cierta aceleración en relación al año 1970 —véase cuadro III-6 y gráfico III-16—, pero su ritmo de crecimiento a lo largo de 1971 y 1972 no fue muy distinto del de años anteriores. Esto es reflejo de la tendencia, ya conocida, a la pérdida de importancia del efectivo en manos del público, dentro de las grandes magnitudes monetarias.

Tras el período de mayor tensión en los mercados monetario y crediticio que tuvo lugar en 1970, la velocidad de circulación de los depósitos (1) ha continuado declinando, como en los

(1) Se ha calculado dividiendo el P.I.B. de cuatro trimestres (el corriente, más los tres precedentes) por las cifras de los depósitos a final del trimestre, utilizando series desestacionalizadas.

últimos años, según se desprende del gráfico III-17. Sin embargo, parecen haberse operado cambios significativos, que pueden observarse mejor al considerar separadamente los distintos tipos de depósitos.

El crecimiento de los depósitos a la vista durante 1971 (29,7 por 100) y 1972 (30 por 100) presentó características sin precedentes desde hace muchos años, tanto por su magnitud como por las grandes fluctuaciones en su evolución, reflejadas en el gráfico III-16. Los depósitos a la vista habían guardado durante la segunda mitad de los años 60 una estrecha relación con el P.I.B., que se tradujo en una apreciable estabilidad de su velocidad de circulación. Esta generalmente solo descendía en los momentos de aceleración en la creación de depósitos y aumentaba en aquellos de desaceleración; estos movimientos se pueden imputar a la reducida velocidad de ajuste, cuando se utiliza el trimestre como período de análisis, y a los movimientos en los tipos de interés de los activos financieros alternativos. El fuerte descenso en la velocidad de circulación de los depósitos a la vista durante 1971 ha de ser imputado fundamentalmente a la aceleración de la generación de depósitos bancarios, a los determinantes inmediatos a ésta y a la lentitud de los ajustes hacia los niveles deseados. Durante 1972, aquel descenso se redujo por la desaceleración en el crecimiento de los depósitos bancarios (1) y la aceleración del nivel de actividad en términos monetarios, que, como ya se expuso en otro Capítulo, tuvo que deberse en buena parte a la laxitud de las condiciones monetarias en el período previo. La evolución de los tipos de rendimiento de los activos alternativos (2) debió tener alguna influencia, aun cuando de menor importancia, sobre el desarrollo descrito.

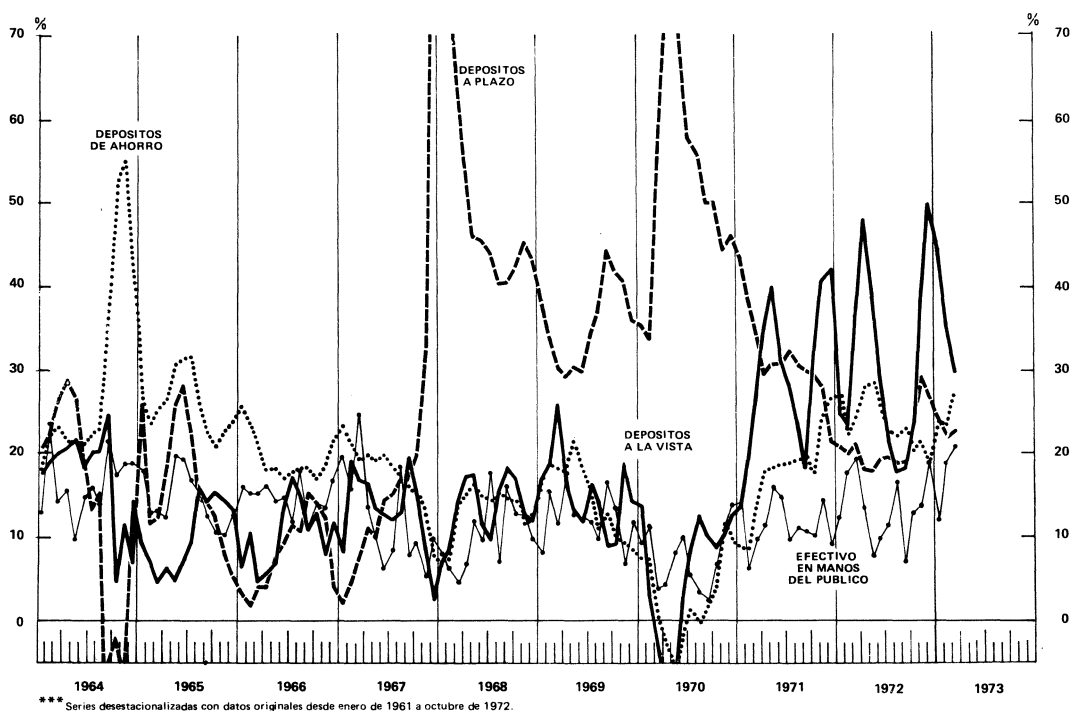
Los depósitos de ahorro crecieron en 1971 (17,4 por 100) y en 1972 (23,5 por 100) a un ritmo bastante elevado y muy parecido al del total de depósitos. Desde el año 1967, el comportamiento de los depósitos de ahorro ha sido muy semejante al de los depósitos a la vista, con excepción de algunos períodos cortos, como el último trimestre de 1972 y el primero de 1973. La estabilidad de su velocidad de circulación, cuyo comportamiento ha sido, en cierto grado, semejante a la de los depósitos a la vista, con la diferencia de que sus movimientos han sido más suaves, parece apoyar la hipótesis que afirma la influencia de motivos transaccionales y precautorios en la demanda de depósitos de ahorro. La mayor estabilidad observada, en relación a los depósitos a la vista, durante los años 1971 y 1972, puede estar explicada por el carácter de las unidades detentadoras de depósitos de ahorro (familias y pequeñas empresas) y la mayor estabilidad de sus flujos financieros. Del gráfico III-16 podría deducirse una mayor, o más clara, sensibilidad a los tipos de interés de los sustitutos más cercanos; a corto plazo se aprecian períodos en que los movimientos de los depósitos de ahorro y plazo tienen signo inverso, lo que puede testimoniar un desplazamiento entre depósitos a plazo y depósitos de ahorro. Esto último parece especialmente evidente durante el último trimestre de 1972 y el primero de 1973.

(1) Coincidiendo con el bache en el ritmo de crecimiento de los depósitos, localizado en la parte central del año, el descenso se paralizó en el tercer trimestre de 1972.

(2) Véanse el cuadro III-3 y los gráficos III-8 y III-12.

Disponibilidades líquidas: Componentes ***

Tasas de incremento³

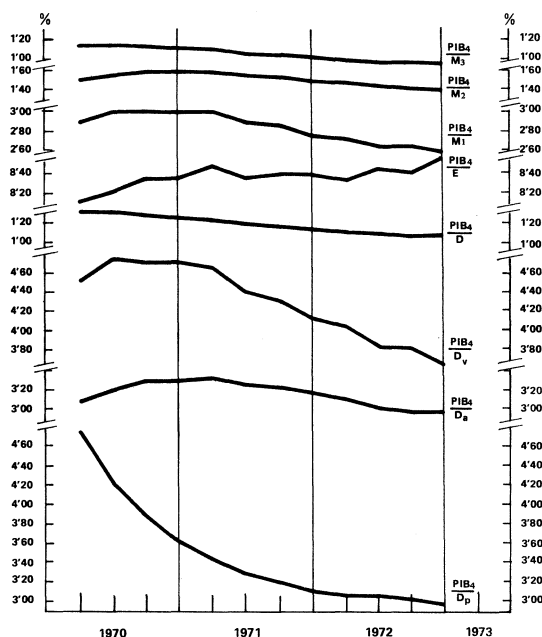


Como puede apreciarse mediante el gráfico III-16, los depósitos a plazo, que experimentaron fuertes ritmos de aumento a partir de 1967, crecieron en forma progresivamente desacelerada entre mediados de 1970 y mediados de 1972. En la parte final de este año parecía esbozarse una recuperación en el crecimiento de esta magnitud que, a juzgar por las últimas cifras, correspondientes a principios de 1973, no es seguro que persista. Todo esto se ha reflejado en el desarrollo de su «velocidad de circulación», que descendió rápidamente a principios del período referido, para después desacelerarse esa reducción en 1971 y prácticamente estancarse durante 1972. Durante los últimos años, el comportamiento de los depósitos a la vista y de ahorro, por un lado, y el de los depósitos a plazo, por otro, ha sido muy distinto a lo largo del ciclo, moviéndose, en líneas generales, en sentido inverso. Se tiene por ello la impresión de que los depósitos a plazo han actuado como colchón, de forma que, conforme crecían a mayor ritmo las necesidades de fondos para instrumentar transacciones, se aceleraba la demanda de depósitos a la vista y, en un grado algo distinto, la de depósitos de ahorro y se desaceleraba la de depósitos a plazo. Este último puede ser uno de los factores que explique la desaceleración del crecimiento de los depósitos a plazo durante los dos últimos años, mientras aumentaba el ritmo de crecimiento de los depósitos a la vista. Al igual que por los depó-

sitos de ahorro, el gráfico III-16 evidencia síntomas de la influencia de la estructura de tipos de interés sobre su comportamiento; sin embargo, los hechos tampoco son claros. Como se puede apreciar en el gráfico III-8, la estructura de los tipos de interés pasivos del sistema bancario sometidos a control experimentó su última modificación a finales de 1971 y es hoy día similar a la existente en la primera mitad de 1969. Pero aquel cambio de estructura no parece explicar muchas cosas. Es cierto que el empeoramiento, a finales de 1971, de la posición relativa de los depósitos a un año podría ser la causa de la caída, particularmente acusada en esos momentos —véase gráfico III-16—, del crecimiento de los depósitos a plazo, cuyo principal componente son precisamente los depósitos a un año. Pero el único fenómeno que claramente puede atribuirse a la estructura relativa de tipos de interés es el rápido crecimiento de los depósitos a más de dos años, único componente de las disponibilidades cuyo tipo de interés es libre y variable, a expensas de los depósitos a plazo interior. Los datos que figuran en el gráfico III-12 sobre tipos de interés máximos anunciados por la banca para aquel instrumento no muestran fluctuaciones en los últimos dos años, pero, al margen de que esos tipos máximos pueden no reflejar adecuadamente la evolución de los tipos efectivos, lo importante es que el diferencial absoluto con los tipos controlados aumentó en 1971, manteniéndose desde finales de ese año en un 2 por 100, y el hecho de que los certificados de depósitos han ido adquiriendo una difusión y popularidad crecientes (1).

GRAFICO III-17

Velocidad de circulación



- (1) No es posible dejar de recordar los efectos que en la evolución descrita pueden haber tenido los recientes desarrollos registrados en los mercados financieros. Así dentro de los depósitos a plazo se han producido transformaciones fundamentales, pues los depósitos a más de dos años han estado creciendo a ritmos netamente superiores a los de plazo inferior. Esta tendencia, visible ya en 1970 —véase cuadro III-6—, se acentuó en 1971 y alcanzó caracteres espectaculares en 1972, en que el crecimiento de los depósitos a más de dos años fue de 90,2 por 100, frente al 16,1 por 100 de los depósitos a plazo inferior. Si, dentro de los depósitos a más de dos años, se distingue entre los respaldados por certificados de depósito y los restantes, se observa también que, aunque los segundos mostraron ritmos de crecimiento muy fuertes, los primeros aumentaron a ritmos relativos absolutamente desusados. Así, en el curso de los pocos años en que ha venido funcionando este instrumento, los certificados de depósitos han llegado ya a representar el 50 por 100 del total de depósitos a más de dos años.

Junto a los rendimientos de los otros depósitos, es necesario considerar los de otros activos financieros; en este sentido, cabe quizás señalar, como posible factor que afecte al crecimiento de los depósitos a plazo, la evolución de la Bolsa. La aceleración de aquél en 1970, en unos meses de realización de inversiones en Bolsa —por añadidura coincidente con un cambio de tipos de interés favorable a los depósitos a plazo—, la propia desaceleración global, a medida que se reactivaba la Bolsa en 1971 y 1972, incluso el aumento de su crecimiento a finales de 1972 y la posterior caída, coincidiendo con un bache importante en las cotizaciones, podrían quizás explicarse por la influencia de las ganancias de capital esperadas en el mercado bursátil. Del mismo modo, considerando los depósitos a plazo como un activo puente hacia las decisiones a largo plazo, cabría también ver en esa evolución un reflejo inverso del proceso de inversión no solo en otros activos financieros con mayor riesgo que los depósitos a plazo, sino también en activos reales, proceso cuyo perfil guarda bastante similitud con el de la Bolsa (1).

Se puede concluir que los descensos en la velocidad de circulación durante 1971 y la primera parte de 1972 reflejan la laxitud de las condiciones monetarias durante ese período, que debió poner en marcha un proceso de adquisición de activos financieros —reduciendo, en un primer momento, la oferta de activos rentables al sistema bancario por parte del público— y reales, que explica la aceleración de la demanda agregada de bienes y servicios, la consiguiente aceleración del ritmo de actividad económica y las evidentes presiones de demanda observadas en el pasado inmediato. Esta aceleración del nivel de actividad y la desaceleración del ritmo de crecimiento de los depósitos bancarios generados por la banca explicarían la reducción de este descenso en la segunda mitad de 1972.

11. Los objetivos de la política monetaria

Siguiendo con el plan expuesto en la introducción de este Capítulo, se dedica este último epígrafe a analizar los objetivos perseguidos por la autoridad monetaria a lo largo de los últimos meses. El tema se ha relegado al final por entender que, solo después de haber analizado los complejos problemas que plantea, de un lado, la acción de las autoridades y, de otro, la transmisión de sus efectos hasta las magnitudes monetarias que constituyen la meta de su acción, es posible apreciar adecuadamente el problema de los objetivos, valorar el grado en que se han alcanzado y comprender las razones por las que ello ha sido o no posible. La primera parte de este epígrafe se dedica a una exposición de los objetivos generales perseguidos hoy día por la autoridad monetaria y a algunos problemas existentes en torno a ellos, mientras que en una segunda parte se analizará su evolución a lo largo de los últimos meses.

(1) Solo con gran dificultad se podrían aventurar aseveraciones acerca de la influencia de la distribución de la renta, de las expectativas inflacionistas, etc., sobre la demanda de pasivos bancarios incluidos en la definición de disponibilidades líquidas.

Como se comentó en el Informe anterior, la política monetaria española tiende progresivamente a formularse en términos de un ritmo determinado de crecimiento de las magnitudes monetarias básicas: oferta monetaria y disponibilidades líquidas. Al expresar esto como una tendencia, se hace alusión al hecho de que se ha ido avanzando por ese camino, sin que, por ahora, se hayan extraído todas las consecuencias de ese planteamiento.

En realidad, no están muy lejos los años en que la formulación de objetivos no era sistemática, con lo que la política monetaria se reducía a reacciones intensas, pero esporádicas, ante situaciones más o menos críticas —alternadas con fases de actuación pasiva— o en que, si se formulaban algunos, era principalmente en términos de crecimiento del crédito al sector privado, recurriendo a controles cuantitativos o a exhortaciones a la banca para conseguirlos. La formulación de objetivos en términos de oferta monetaria o disponibilidades líquidas no puede llegar al extremo de ignorar la evolución del crédito al sector privado. Es evidente que, a igualdad de las restantes circunstancias, la expansión de las disponibilidades líquidas dependerá de la de los activos rentables del sistema bancario, donde el crédito al sector privado es un componente primordial, y la formulación de objetivos en unos u otros términos será aproximadamente equivalente. La diferencia radica en que, cuando la creación de disponibilidades a través de los factores autónomos no permanece constante —y la evolución de 1971-73, con la fuerte expansión de los activos exteriores del sistema bancario, es un buen ejemplo—, el énfasis tiende ahora a ponerse más en las disponibilidades líquidas que en el crédito.

Quizás el signo más claro de que esa transformación no ha llegado a abrirse paso por completo es problema de la política de tipos de interés hoy vigente. Las dos variables fundamentales del mercado de cualquier bien son su precio y su cantidad. En la medida en que se quiera introducir un control en ese mercado, la autoridad podrá aspirar a controlar bien el precio, dejando que éste determine la cantidad, bien la cantidad, dejando que sea ésta la que fije el precio. Lo que no podrá hacer es controlar a la vez el precio y la cantidad del mercado, señalándolos a niveles que no guardan entre sí una relación de equilibrio. La política monetaria de los años pasados podría calificarse desde muchos puntos de vista como una política cuya meta era mantener los tipos de interés a niveles bajos, con renuncia al control de la cantidad de las principales magnitudes monetarias. La política monetaria proseguida desde 1970 aspira, en cambio, al control de las principales magnitudes monetarias en términos de cantidad. La conclusión lógica es que los tipos de interés no pueden ser ya, en esas condiciones, un fin por sí mismos, lo que a su vez lleva a afirmar que una política de tipos de interés regulados por la autoridad es incompatible con aquellos objetivos. Esto no significa que la fijación por la autoridad de determinados tipos de interés no tenga sentido, ya que lo tendrá si la autoridad manipula esos tipos como instrumento para conseguir el control de determinadas cantidades. El ejemplo de la actuación del Banco de España en el mercado de Bonos del Tesoro puede ser un ejemplo ilustrativo de ello. Pero sí quiere decir que, por lo que se refiere a los tipos de interés no implicados directamente en la actuación de la autoridad monetaria,

y son los más, la única solución lógica es dotarlos de grados crecientes de libertad. El régimen de control administrativo de tipos de interés que todavía predomina en una mayoría de mercados financieros ha de considerarse así como prueba principal de que el cambio de objetivos de la política monetaria no se ha llevado todavía a sus últimas consecuencias. Parece, pues, esta una razón fundamental, a sumar a las muchas otras que en los últimos años se han avanzado a su favor, para defender una vez más la conveniencia de una progresiva liberalización de los tipos de interés del sistema financiero español, lo que no haría sino extender a uno de los terrenos que más se han resistido a ello la supresión de intervenciones administrativas que ha caracterizado a la política económica española desde 1959.

Los problemas anteriores son, por así decirlo, metodológicos, pues tras ellos surge el de precisar exactamente el nivel concreto que ha de postularse como objetivo, en cada momento, para el crecimiento de las magnitudes monetarias básicas. Descartadas, por simplistas, las reglas que prescriben un crecimiento constante de esas magnitudes, con independencia de las circunstancias económicas generales, se entra aquí en un terreno donde lo que se requiere es un conocimiento profundo de los efectos de las magnitudes monetarias sobre la economía en general, conocimiento que, por desgracia, dista en estos momentos de ser completo incluso en países con una larga tradición de política y análisis monetarios y que, con más razón, se encuentra en España dando sus primeros pasos. Esto hace que los objetivos que, por el momento, pueda formular la autoridad monetaria al respecto tendrán que partir de una actitud aproximativa, en la que se aúnen la prudencia y el sentido común con una cierta dosis de experimentación, lo que implicará, a su vez, una disposición a revisar rápidamente los objetivos propuestos cuando éstos resulten inadecuados. Esto, que podría ser grave en otras ramas de la política económica, no es, después de todo, un inconveniente muy serio en la política monetaria. Esta tiene a su favor una particular flexibilidad de acción que, si se sabe aprovechar, permite minimizar los efectos adversos de una acción inadecuada.

El planteamiento expuesto tiene la complicación adicional de que los objetivos finales de la política monetaria se han de traducir previamente a un objetivo instrumental, como es la oferta de activos líquidos al sistema bancario, a través de la regulación del crecimiento de esta magnitud. Aquí interfieren problemas técnicos particularmente difíciles. El primero es, naturalmente, la disponibilidad de instrumentos adecuados para realizar de modo flexible esa actuación. El segundo es un conocimiento preciso de la demanda por el sistema bancario de excedentes de liquidez en cada momento y, por consiguiente, de la velocidad con que los aumentos de activos líquidos se van a traducir en una expansión del sistema bancario. El tercero es el de la rapidez con la que el diagnóstico de la situación se traduzca, por parte de la autoridad monetaria, en una acción adecuada. Como ha habido ocasión de ver en las páginas anteriores, el primero de esos problemas se plantea hoy día con especial agudeza, mientras que el segundo constituye una difícil incógnita que ha pesado sobre la evolución reciente y seguirá pesando en el futuro próximo. En cuanto al tercero, se verá enseguida un ejemplo importante de las dificultades que implica.

No es exagerado decir que, en el pasado reciente, todos estos factores han condicionado la acción de la autoridad monetaria, que ha tenido así que moverse en un medio incierto y con unas posibilidades de acción limitadas por los instrumentos de actuación disponibles. Todo esto habrá de tenerse en cuenta para valorar los objetivos y la actuación recientes de la autoridad monetaria.

A lo largo de 1971, la actitud de las autoridades monetarias fue tolerar un ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas mucho más alto de lo que había sido normal en el pasado, como contribución de la política monetaria a la recuperación del nivel de actividad económica. El fuerte drenaje de activos líquidos practicado por la autoridad monetaria desde mediados de 1971 a mediados de 1972 tendió a evitar que los excedentes de liquidez alcanzaran un volumen indeseablemente elevado, con los consiguientes riesgos para el futuro, y no ha de interpretarse como una acción encaminada a desacelerar el ritmo de expansión del sistema monetario. Pero esta actitud fue cambiando cuando, a lo largo de los primeros meses de 1972, se hizo evidente que la recuperación estaba ya en marcha. Los objetivos de la autoridad monetaria se manifestaron entonces en un deseo de desacelerar paulatinamente esos ritmos de expansión, pensando en llegar hacia finales de 1972 a una tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas del orden del 20 por 100 y reservando el juicio respecto a los primeros meses de 1973 hasta ver los resultados de esa política y disponer de más datos. La cifra del 20 por 100 no era más que indicativa y se basaba simplemente en la idea de aproximar el ritmo de expansión monetaria al previsto crecimiento del P.N.B., en términos monetarios. Entrando ya el año 1972, ese objetivo se proyectó hacia 1973, en forma de aspiración a lograr hacia mediados de dicho año una tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas del orden del 16 por 100, que parecía adecuada a la evolución previsible de la economía.

Los acontecimientos desbordaron, sin embargo, las previsiones de la autoridad monetaria. Antes de la mitad de 1972 se manifestó una rápida e intensa desaceleración de las disponibilidades líquidas, por razones que ya se han expuesto en el epígrafe anterior, que llevó el ritmo de crecimiento de esta magnitud durante los meses centrales del año aproximadamente al nivel deseado para finales del mismo. Esto motivó, especialmente después de que, durante el mes de julio, se manifestaron tensiones evidentes en los mercados monetarios, la práctica suspensión de acciones adicionales de drenaje de los activos líquidos y la actuación global de las autoridades entró en un compás de espera. Tras el verano se produjo una cierta reactivación de la situación de liquidez de la banca, pero, dado que el volumen global de activos líquidos no había experimentado un aumento marcado, se pensó que esta situación de moderación en la expansión monetaria persistiría. Sin embargo, los meses finales del año iban a asistir a una nueva fase expansiva, que, de nuevo, resultaba relativamente inesperada. Pero esta fase no suscitó ninguna clase de acción por parte de la autoridad monetaria, que confiaba en que, dada la situación global de liquidez, la aceleración no podía persistir mucho tiempo y porque seguía en pie el deseo de que, al llevar a la expansión monetaria a una tónica de moderación, no surgiera en ningún momento la impresión de que esa política podía desembocar en una verdadera restricción.

Una vez más, los acontecimientos iban a desbordar esa previsión, esta vez a través del gran aumento de los activos líquidos del sistema bancario en el mes de enero de 1973. La enorme magnitud de este incremento hizo que el agotamiento de la capacidad de expansión del sistema bancario, que efectivamente se había ido produciendo en los últimos meses de 1972, dejara de ser efectivo. El efecto pudo ser transitorio, si ese movimiento de los activos líquidos se hubiera compensado de modo inmediato. Hay que recordar que en ese aumento habían jugado un papel importante las entradas anormales de divisas derivadas de movimientos especulativos a favor de una revaluación de la peseta. Se esperaba que esos movimientos cambiarían pronto de signo, y esta fue la razón que aconsejó aplazar la adopción de medidas compensatorias. Esas provisiones no tendieron a materializarse y el problema se complicó por las dos fases sucesivas de cierre de los mercados de moneda extranjera. La situación desembocó entonces en un paquete de medidas compensatorias que, expuestas por orden cronológico son: la extensión de los depósitos obligatorios por pesetas convertibles a las cajas de ahorro y la inclusión, no de forma inmediata pero en un plazo breve, de los saldos antiguos de pesetas convertibles de la banca en la obligatoriedad de un depósito del 100 por 100 (Orden Ministerial de 6 de febrero); la emisión, a mediados de febrero, de 6.000 millones de Bonos del Tesoro (Orden Ministerial de 25 de enero de 1973); la emisión de otros 4.000 millones de Bonos del Tesoro (Orden Ministerial de 3 de marzo de 1973); la modificación del sistema de cómputo del coeficiente de caja de la banca y las cajas de ahorro, con un efecto difícil de cuantificar, pero importante, sobre los activos líquidos retenidos (Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973); la modificación del régimen de pesetas convertibles, que implicaba una aceleración de la constitución de depósitos obligatorios, en relación a las normas, ahora derogadas, de la Orden Ministerial de 6 de febrero (Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973); y la reducción, en abril, de las líneas de redescuento ordinario en 5,1 miles de millones de pesetas.

Toda esta actuación restrictiva consiguió neutralizar la expansión de los activos líquidos del mes de enero, pero, en parte porque no fue total, en parte porque esa acción se distribuyó entre los meses de febrero, marzo y abril, la expansión monetaria siguió siendo en el primer trimestre del año netamente superior a la considerada como deseable por las autoridades. En los meses de abril y mayo empezaron, sin embargo, a manifestarse tensiones de alguna importancia en los mercados monetarios, debido a que el proceso de expansión, que no había perdido mucha fuerza todavía, estaba aproximándose al límite de sus posibilidades. Sin embargo, existían ya signos de que la banca estaba considerando una desaceleración del crecimiento de sus activos, en especial por la previsión de problemas de liquidez estacionales, en el mes de julio. Prueba de todo ello era la elevación de los tipos de interés interbancarios desde el mes de marzo.

En conjunto, pues, se deduce de todo lo expuesto que, a partir de los meses finales de 1972, la evolución de las magnitudes monetarias ha sido netamente superior a la deseada, haciendo impensable que, a muy corto plazo, pueda lograrse desacelerar su ritmo de crecimiento a una cifra del orden del 16 por 100, como era el objetivo inicial. Esto no quiere decir que el objetivo de una desaceleración, que, a la vista de la evolución reciente, quizás debería

tender a una cifra algo superior (vgr. 18 por 100), no siga siendo el adecuado a unos meses vista. La intensidad de la demanda y la presión que está ejerciendo sobre los factores de producción disponibles hacen que un ritmo de expansión monetaria tan alto como el de los últimos meses entrañe un alto riesgo de aumentar innecesariamente las tensiones de demanda y las presiones sobre los precios. Este objetivo no significa, como tampoco lo significaba en los meses pasados, que se pretenda cortar el ritmo de expansión por una política monetaria restrictiva. Es evidente que ese temor ha estado ampliamente extendido en la economía española durante los últimos meses, sin duda como recuerdo de episodios todavía muy recientes en que así ocurrió. No hay ninguna razón para considerar que una actuación verdaderamente restrictiva iba a solucionar en estos momentos el problema de la inflación, y por ello es obvio que el único objetivo adecuado para la política monetaria es el de desacelerar la expansión de las magnitudes básicas a ritmos más moderados, pero suficientes para seguir alimentando el crecimiento de la economía.

CAPÍTULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA

Tras el análisis de la política monetaria, al que se ha dedicado por entero el Capítulo III, en éste se pretende estudiar los rasgos generales de la evolución financiera de la economía española. El marco ideal de este estudio sería un conjunto completo y coherente de cuadros de «flujos de fondos» (1). La información estadística existente no permite por el momento disponer de esos cuadros, pero es suficiente para un intento de aproximación que, pese a sus limitaciones, constituye un esquema conveniente para encuadrar el análisis que sigue.

La dificultad de construir un balance consolidado de todo el sistema financiero, que sería una primera pieza del sistema de cuadros de «flujos de fondos», obliga a analizar éste considerando su elemento más importante, el sistema crediticio, por un lado (epígrafe I), y el resto de instituciones financieras para las que se dispone de información, por otro (epígrafe II). El análisis del sistema crediticio será, por supuesto, más completo y, dentro de él, se dedicará especial atención a aspectos concretos tales como el peso de sus diversos componentes institucionales, la estructura del crédito al sector privado o las operaciones exteriores de la banca. Aunque el mercado de capitales podría quedar integrado en el cuadro ideal del sistema financiero, no es infrecuente tratarlo como una pieza separada del sistema de cuadros de «flujos de fondos», y este es el planteamiento que se adoptará aquí (epígrafe III). Así, se estudiará el mercado de emisiones desde el punto de vista de las instituciones que emiten los valores y de los suscriptores finales de los mismos y este análisis dará pie para tratar algunos aspectos del mercado secundario de valores. Las piezas siguientes de un sistema de cuadros de flujos de fondos son los cuadros de operaciones financieras de las economías domésticas, las empresas y el sector público. La falta de información estadística impide separar las operaciones financieras de las economías domésticas y las empresas, por lo que estos elementos quedarán aquí reemplazados por un cuadro único de financiación del sector privado (epígrafe V). En cuanto al sector público, el análisis (epígrafe IV), también por razones estadísticas, será más completo para la Administración Central que para sus restantes componentes. Finalmente, el sistema de cuentas se cierra con una cuenta para el sector exterior, que no es sino la cuenta de capital de la balanza de pagos vista, por así decirlo, desde el exterior (epígrafe VI).

La validez y utilidad del esquema no debe ocultar sus limitaciones. La primera es que, para ampliar al máximo su base estadística, es preciso centrar el análisis en datos anuales. En

-
- (1) Por tales se entiende un sistema de cuentas que recogen, para los principales sectores de la economía, todas las transacciones financieras realizadas en un período dado, buscando coordinar el saldo neto de ellas con el déficit o superávit que, para cada sector, resulta de una desagregación sectorial de las transacciones no financieras reflejadas en la contabilidad nacional. A diferencia de ésta, sin embargo, las cuentas de flujos de fondos incorporan, como un sector más, el sistema financiero (instituciones financieras, más mercado de capitales).

los casos importantes y en que sea posible, se aportarán datos, más limitados en su alcance, con periodicidad trimestral o mensual. La segunda es que, por retrasos en la disposición de información, el año más interesante para los objetivos de este Informe, 1972, es el que presenta más lagunas. La tercera, y quizás la más importante, está en la falta de cohesión entre las diversas piezas estadísticas. Idealmente, los cuadros de flujos de fondos constituyen una matriz en que los flujos entre sectores aparecen registrados de forma homogénea por las dos partes que intervienen en cada uno de ellos. En el caso presente, esa coherencia existirá para unos flujos, pero no para bastantes otros, siendo imposible aspirar a corregir esta situación a corto plazo. Es más, tampoco se ha pretendido llegar a una coherencia entre los saldos netos de flujos financieros de cada sector y los de sus operaciones no financieras, es decir, una coherencia entre aquéllos y los datos de la contabilidad nacional, que es otra de las características de un sistema ideal. Todos estos inconvenientes son serios, pero se ha considerado que no invalidan el planteamiento propuesto, el cual tiene, en cambio, la ventaja de asegurar una cierta coherencia del análisis y de señalar claramente las lagunas y deficiencias de las estadísticas financieras, ofreciendo así una guía para mejoras futuras. De todo lo anterior se deduce, por supuesto, que el estudio que sigue tenderá más a la descripción que a la explicación analítica rigurosa.

I. EL SISTEMA CREDITICIO

El análisis del proceso de expansión bancaria y de su resultado final, medido por las grandes magnitudes monetarias, ha permitido apreciar los rasgos fundamentales de la evolución del sistema crediticio, pues es precisamente en el contexto de este sistema —formado por el Banco de España, la banca, las cajas de ahorro y el crédito oficial— donde se definen esas magnitudes. Los comentarios que siguen pretenden completar ese estudio desde un punto de vista institucional, considerando el papel del sistema crediticio como pieza central de los flujos financieros de la economía.

El cuadro IV-1 muestra de forma sumaria el balance consolidado del sistema crediticio, utilizando una presentación que destaca el papel central de las disponibilidades líquidas y refleja las restantes cuentas del sistema como factores explicativos de aquéllas. El gráfico IV-1 muestra series de saldos homogéneas con los datos del cuadro citado. Por lo que a las disponibilidades líquidas se refiere, no hace falta añadir nada a lo expuesto en el epígrafe X del capítulo precedente.

Las operaciones con el sector exterior, que en términos de saldos —véase gráfico IV-1— constituyen una fracción pequeña del activo del sistema, fueron en 1970 y 1971 su elemento más dinámico, situación que, con menor intensidad, persitió en 1972, en que su crecimiento relativo (44,6 por 100) duplicó el de las operaciones con el sector privado (22,6 por 100), principal componente del activo del sistema crediticio. Tanto en términos de saldos como de

evolución, las cuentas globales del sistema crediticio con el exterior están dominadas por las reservas centrales (1), sobre cuyo nivel y evolución huelga repetir aquí lo expuesto en varios puntos de este Informe. Comparativamente, la posición exterior neta de la banca es poco importante, pero tras ella existen transacciones brutas de gran magnitud, por lo que el tema merece un análisis especial, que se desarrollará en el apartado I.4 siguiente. Los restantes saldos corresponden a la posición exterior, insignificante, de las cajas de ahorro y el crédito

CUADRO IV-1

Evolución del sistema crediticio

	Variaciones netas relativas (b)			Variaciones netas absolutas			Saldos a 31 de diciembre de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas			
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	15,1	23,8	23,3	255,7	465,7	563,3	2.980,3
CONTRAPARTIDAS (a):							
Sector exterior	87,2	83,9	44,6	46,5	83,7	81,9	265,4
Reservas centrales	99,8	85,5	41,7	60,2	103,0	93,1	316,6
Posición neta de la banca (c)	214,9	102,7	26,7	— 10,1	— 15,2	— 8,0	— 38,0
Otros saldos (neto)	156,5	69,5	32,0	— 3,6	— 4,1	— 3,2	— 13,2
Sector público	10,9	12,0	9,6	23,5	28,7	25,8	293,6
Créditos: Administración Cen- tral	11,4	5,7	— 50,5	5,3	2,4	— 21,5	21,9
Créditos: Organismos	8,2	— 27,9	11,0	6,9	— 25,4	7,2	72,8
Fondos públicos	8,5	20,8	13,9	27,0	71,9	58,0	474,9
Dotaciones y otras cuentas (d)	— 7,1	— 8,5	— 6,9	— 15,7	— 20,2	— 17,9	— 276,0
Sector privado	14,9	18,0	22,6	226,7	314,5	467,2	2.529,9
Créditos (e)	13,9	17,4	23,9	186,6	265,4	428,4	2.222,7
Valores industriales	22,4	22,4	14,5	40,1	49,2	38,8	307,2
Acciones	27,6	23,4	10,1	18,2	19,7	10,5	114,3
Obligaciones (f)	19,3	21,8	17,2	21,9	29,5	28,3	192,9
Otras cuentas netas	— 43,2	28,5	— 12,1	— 40,9	38,6	— 11,7	— 108,6
Activo real	16,6	17,1	18,1	9,5	11,4	14,2	92,8
Otros activos (neto)	— 25,9	243,7	59,0	— 3,5	25,1	20,7	55,8
Depósitos de importado- res (—)	—	100,0	—	— 23,8	25,7	—	—
Bonos de caja (—) (d) (f)	— 27,6	— 3,3	— 5,7	— 5,9	— 0,9	— 1,6	— 29,8
Cédulas del B. C. L. y B. H. E. (—) (f)	11,0	8,2	2,2	1,2	0,8	0,2	8,7
Cuentas de capital (—)	— 14,0	— 15,7	— 19,1	— 18,4	— 23,5	— 33,1	— 206,1

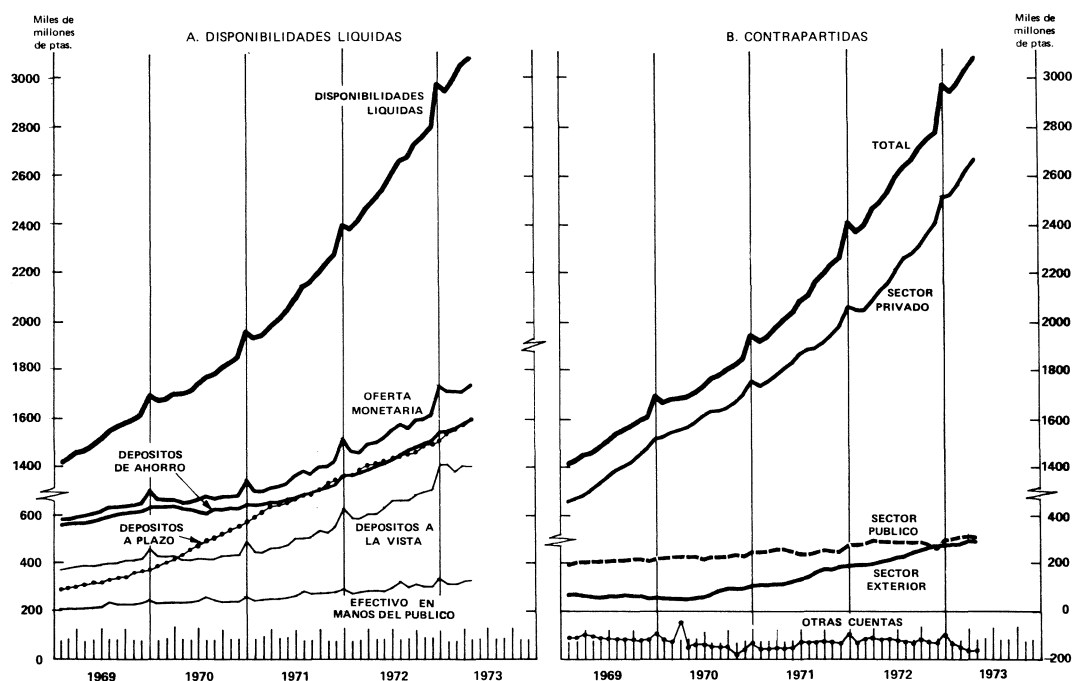
(a) El signo (—) indica pasivos, disminución de activos o aumento de pasivos. (b) Sobre los saldos a fin del período anterior. (c) Véase detalle en el cuadro IV-5. (d) Resultado de relaciones entre el crédito oficial y el Tesoro. (e) Véase detalle en los cuadros IV-2 y IV-3. (f) Los bonos de caja y las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en poder del sistema crediticio están excluidos tanto del activo como del pasivo.

(1) Reservas en poder de la autoridad monetaria, que se diferencian de las reservas totales por los pequeños saldos mantenidos por la banca a disposición de la autoridad monetaria.

oficial y, sobre todo, a otras cuentas del Banco de España con el exterior (organismos internacionales, etc.), cuyo análisis se omitirá.

GRAFICO IV-1

Balance del sistema crediticio



Las operaciones del sistema crediticio con el sector público desempeñan también un papel poco importante en el activo de aquél —véase gráfico IV-1— y además, en contraposición con el sector exterior, muestran desde hace años un relativo estancamiento, que se traduce en las fechas más recientes por ritmos de crecimiento pequeños. El de 1972, con un 9,2 por 100, es además el más bajo de los tres últimos años. Como fenómeno a largo plazo, es el resultado de que el sector público español ha mantenido desde 1959 una política global de presupuestos casi equilibrados, con renuncia a expandir su actividad a costa, no ya de incrementar, sino ni siquiera de mantener su antigua participación en los mercados de crédito y de capitales, que han quedado así a la casi total disposición del sector privado. En cuanto a la evolución reciente, las cuentas muestran el impacto de unos hechos, en parte ya comentados en otros lugares, cuyo análisis se verá mejor al estudiar, en el epígrafe IV, la financiación global del sector público.

La financiación facilitada por el sistema crediticio al sector privado, con diferencia el núcleo fundamental de su actividad, ha mostrado una aceleración a lo largo de los tres últimos años. Su crecimiento en 1971 (18 por 100) estuvo todavía por debajo del de las disponibilidades lí-

quidas (23,8 por 100), pero en 1972 ambas magnitudes aumentaron a ritmo muy similar (22,6 por 100 y 23,3 por 100, respectivamente). La aceleración de 1972 se reduce un tanto, si a las cuentas del sector privado se le suman las llamadas «otras cuentas netas», que suponen también una aportación del sistema crediticio a la financiación de ese sector. Por la fuerte disminución en 1971 de esta cuentas, cuyo saldo neto es pasivo, y por su estancamiento en 1972, las tasas de crecimiento del total antes citado serían 21,9 por 100, para 1971, y 23,2 por 100, para 1972. Dentro de la financiación al sector privado, la otorgada en forma de créditos fue la que experimentó un mayor aumento (23,9 por 100, en 1972, frente a 17,4 por 100, en 1971). En los apartados I.1, I.2 y I.3 siguientes se analizarán varios aspectos de esta evolución. La financiación mediante la adquisición de valores industriales privados mostró, por el contrario, una desaceleración acusada (22,4 por 100, en 1971, y 14,5 por 100, en 1972), que llega al extremo de que el incremento absoluto neto de la cartera de esos valores fue en 1972 inferior al de los años 1970 y 1971. Elemento principal de este proceso fue una notable desaceleración de las compras de acciones por el sistema crediticio, a lo que se suma que el incremento de su cartera de obligaciones tampoco llegó a alcanzar el nivel de 1971. Esto último se explica por el hecho de que las cajas de ahorro dedicaron en 1972 una parte importante de su potencial de inversiones en obligaciones a adquirir bonos de caja de la banca industrial, favoreciendo así indirectamente una transformación de la financiación del sector privado mediante obligaciones a financiación mediante créditos.

La evolución de las restantes cuentas englobadas en el cuadro IV-1 no precisa de muchos comentarios, como no sea señalar que las cifras de bonos de caja, que muestran una evolución muy modesta, se refieren solo a los bonos colocados entre el público. Estos bonos en manos del público deben considerarse como muy próximos a las disponibilidades líquidas, pero su escasa entidad relativa no alteraría casi nada la evolución de éstas, si se hubieran incluido en ellas.

I.1. Aspectos institucionales.

Al recoger, en el cuadro IV-2 el detalle por instituciones de la evolución de dos magnitudes básicas del sistema crediticio, como son las disponibilidades líquidas y el crédito al sector privado, se ha pretendido ofrecer unos indicadores sobre el peso relativo de las instituciones que integran aquél, que si no son los más adecuados para un análisis institucional (1), tienen

-
- (1) Para analizar el papel de las diversas instituciones, serían más adecuados otros indicadores que cubrieran todas sus operaciones y en particular las de carácter interbancario, que desaparecen en la consolidación necesaria para llegar a los datos finales del sistema crediticio. Las disponibilidades líquidas constituyen un indicador muy amplio, pero subestiman la importancia del Banco de España, por la ausencia de sus pasivos bancarios; la de la banca comercial, por razón de sus importantes pasivos interbancarios y exteriores, y la de la banca industrial, por razones análogas y por la exclusión de los bonos de caja, e ignoran totalmente el crédito oficial. El crédito al sector privado compensa hasta cierto punto los fallos de las disponibilidades líquidas, pero subestima el papel institucional del Banco de España, que no otorga normalmente crédito al sector privado, y el de las cajas de ahorro, en cuyo activo tiene gran importancia su cartera de obligaciones. Véanse, sin embargo, los cuadros Apéndice 21 a 27.

la ventaja de que no obligan a apartarse del contexto general de este estudio y de que suministran una desagregación, interesante por sí misma, de aquellas magnitudes básicas.

CUADRO IV-2

Aspectos institucionales del sistema crediticio

	Variaciones netas relativas (a)			Participación relativa en los saldos a fin de año			Saldos a 31 de diciembre de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
	Porcentajes						Miles de millones de pesetas
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	15,1	23,8	23,3	100,0	100,0	100,0	2.980,3
Banco de España	8,3	12,5	15,2	15,0	13,6	12,7	379,8
Banca	14,0	26,6	26,5	55,8	57,0	58,5	1.743,4
Comercial	13,3	24,6	24,0	53,1	53,4	53,7	1.601,6
Industrial	30,9	66,4	62,1	2,7	3,6	4,8	141,8
Cajas de ahorro	21,1	24,5	20,9	29,2	29,3	28,8	857,1
CREDITO AL SECTOR PRIVADO	13,9	17,4	23,9	100,0	100,0	100,0	2.222,7
Banco de España	— 41,4	— 47,1	— 133,3	0,1	0,1	—	— 0,3
Banca	14,1	19,3	28,3	68,5	69,6	72,2	1.603,8
Comercial	12,1	18,3	26,5	61,7	62,2	63,5	1.412,0
Industrial	36,4	28,4	43,7	6,8	7,4	8,6	191,8
Cajas de ahorro	23,4	20,9	21,5	17,1	17,7	17,3	385,0
Crédito oficial	4,2	4,4	3,2	14,2	12,6	10,5	234,2

(a) Sobre los saldos a fin del período anterior.

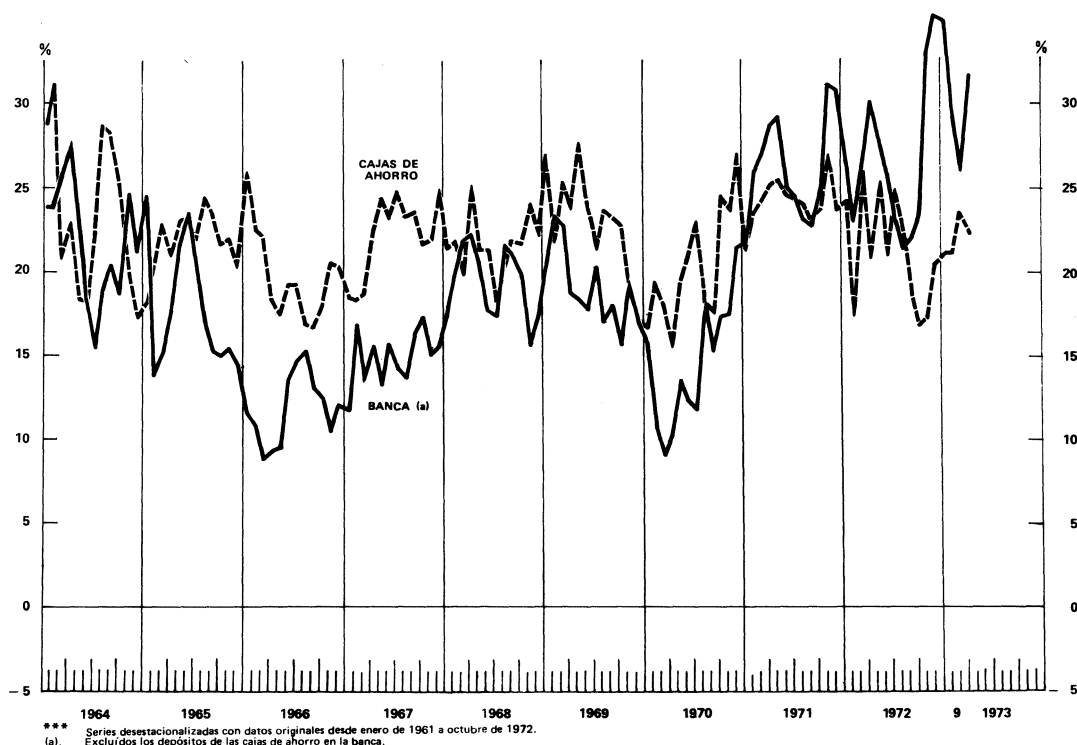
La evolución de la desagregación institucional de las disponibilidades líquidas tiene su origen en la evolución de los diversos componentes instrumentales de esa magnitud, descrita al final del Capítulo III —véase cuadro III-6 y gráfico III-16—, por la acusada correlación existente entre instrumentos financieros e instituciones. La pérdida de importancia del efectivo en circulación se traduce en este caso por una participación decreciente del Banco de España, evolución que, por su carácter estructural, es quizás el elemento más sistemático y perdurable que recoge el cuadro IV-2, pues los restantes cambios tienen un carácter más coyuntural. Así hay que considerar, aunque sea un fenómeno que ha persistido en los últimos años, el crecimiento muy rápido —netamente distanciado del de todas las restantes instituciones— de la banca industrial, debido en parte a su mayor dinamismo en la captación de depósitos, pero también, a su privilegio exclusivo de ofrecer depósitos a más de dos años, en su modalidad ordinaria o de certificado de depósito. En realidad el incremento de sus depósitos en 1972 (54,6 miles de millones) está explicado en su mayor parte (47,2) por el de los de más de dos años que, como se vio, fueron un componente extraordinariamente dinámico del crecimiento de las disponibilidades líquidas. La participación de la banca comercial en esa magnitud ha

sido mucho más estable. Destaca, sin embargo, cómo en 1971 y 1972 ha igualado y superado el crecimiento de las cajas de ahorro, fenómeno al que no hay que buscar explicaciones peculiares, pues no es sino el reflejo institucional del hecho, comentado en el Capítulo III, de que la preferencia del público se haya desplazado fuertemente en esos años hacia los depósitos a la vista, ofrecidos en su casi totalidad por la banca. Tomando toda la banca y no solo la comercial, este cambio en la evolución relativa frente a las cajas de ahorro, notable si se compara con lo que venía ocurriendo en los últimos años, se aprecia de forma particularmente clara en el gráfico IV-2.

GRAFICO IV-2

Depósitos de la banca y de las cajas de ahorro ***

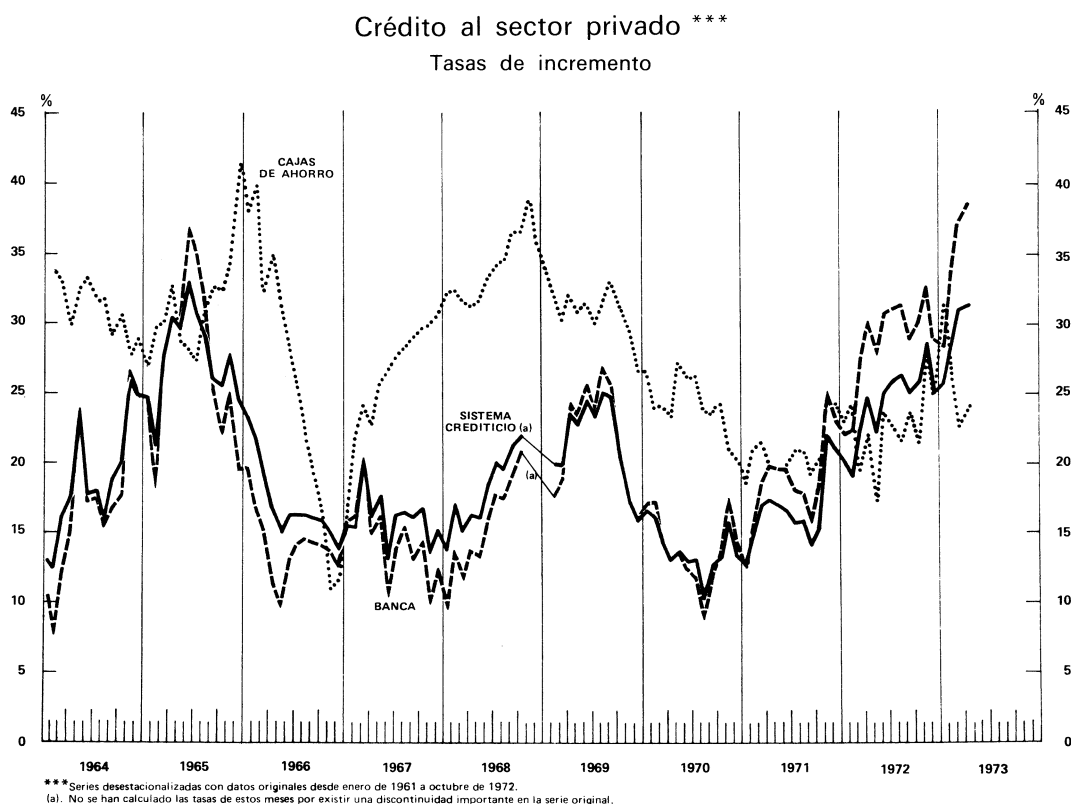
Tasas de incremento



La evolución reciente de la participación institucional en el crédito al sector privado no difiere mucho, como es lógico, de la expuesta respecto a las disponibilidades líquidas. La banca industrial constituye de nuevo el elemento más dinámico, que le lleva a una participación claramente creciente en el total. En el extremo opuesto aparece el crédito oficial, que llegó en 1972 al punto más bajo en una evolución caracterizada, ya desde 1970, por su modestia y que

le ha conducido a que, a finales de 1972, solo sea titular de un 10,5 por 100 del saldo de crédito al sector privado (1). Esta evolución discrepante está haciendo que el peso de la banca industrial en el crédito al sector privado se aproxime rápidamente al del crédito oficial. La participación de la banca comercial, que es tradicionalmente la más importante (63,5 por 100 a fin de 1972), acusó una mejoría pequeña, mientras que la de las cajas se caracterizó por su estabilidad. También aquí, la superación por la banca, en 1972, del ritmo de crecimiento de las cajas ha supuesto una ruptura con una situación tradicional, en la que era norma lo contrario, como bien pone de relieve el gráfico IV-3.

GRAFICO IV-3



- (1) El bajo crecimiento del crédito oficial ha de atribuirse sobre todo al menor énfasis de la Administración en la financiación de esquemas tales como los polos de desarrollo o las grandes acciones concertadas. La suspensión de las operaciones de crédito a la exportación, el encarecimiento relativo de los créditos desde octubre de 1971 y un mayor énfasis del crédito oficial en materia de garantías han sido factores adicionales de esa evolución.

1.2. El crédito al sector privado y su distribución por plazos.

Expuestos ya los rasgos generales de la evolución del crédito facilitado al sector privado por el sistema crediticio y su desagregación por instituciones, resta comentar los datos que muestra el apartado A del cuadro IV-3, relativos a su composición por plazos.

CUADRO IV-3

Aspectos institucionales del crédito al sector privado

	Variaciones netas relativas (a)			Variaciones absolutas			Saldos a 31 de diciembre de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas			
CREDITO AL SECTOR PRIVADO (b)	13,9	17,4	23,9	186,7	265,3	428,4	2.222,7
A. DETALLE POR PLAZOS (c):							
Corto plazo	13,2	17,5	23,7	119,8	179,3	285,2	1.488,0
Banco de España	—	—	—	— 1,3	— 0,8	— 1,2	—
Banca	12,2	18,3	24,3	104,3	175,4	275,6	1.410,0
Comercial	11,1	18,3	24,3	89,7	164,1	257,6	1.318,1
Industrial	30,4	18,1	24,3	14,6	11,3	18,0	91,9
Cajas de ahorro	16,0	12,3	31,6	3,8	3,4	9,8	40,8
Crédito oficial	58,6	3,7	2,7	13,0	1,3	1,0	37,5
Medio y largo plazo	15,3	17,0	24,2	66,9	86,0	143,2	734,7
Banca	39,4	29,7	68,2	25,1	26,4	78,6	193,8
Comercial	33,5	17,3	68,9	11,9	8,2	38,3	93,9
Industrial	46,8	44,0	67,6	13,2	18,2	40,3	99,9
Cajas de ahorro	24,4	21,9	20,4	46,0	51,3	58,4	344,2
Crédito oficial	— 2,3	4,6	3,3	— 4,2	8,3	6,2	196,7
B. DETALLE POR CARACTER:							
Circuitos privilegiados (d)	16,3	15,5	16,3	68,7	75,8	92,2	657,3
Banco de España	—	—	—	— 1,3	— 0,8	— 1,2	—
Banca	42,8	34,0	41,7	21,4	24,3	39,9	135,6
Comercial	43,4	38,3	52,4	16,1	20,4	38,6	112,2
Industrial	41,1	21,4	5,9	5,3	3,9	1,3	23,4
Cajas de ahorro (e)	25,0	21,5	19,2	39,8	42,7	46,3	287,8
Crédito oficial (e)	4,2	4,4	3,2	8,8	9,6	7,2	234,2
Otros créditos	12,8	18,2	27,4	116,0	189,5	336,2	1.565,4

Este cuadro se basa en el cuadro Apéndice 28, que contiene datos más detallados.

- (a) Sobre los saldos a fin del período anterior. (b) Descuento de efectos (incluido el redescuento) y créditos otorgados al sector privado por el sistema crediticio, con exclusión de sus compras de valores privados. Véase cuadro IV-1. (c) Se definen como créditos a corto plazo los que no exceden de dieciocho meses, así como la totalidad de las cuentas de crédito e intereses vencidos pendientes de cobro. (d) Ver definición en el texto. (e) Las operaciones realizadas por las cajas de ahorro con fondos del Banco de Crédito Agrícola están incluidas en las cajas de ahorro y excluidas del crédito oficial.

La distribución por plazos de los créditos ofrece una visión un tanto distorsionada de los plazos a que se realiza la financiación del sector privado, puesto que también forman parte de ésta las emisiones de acciones y obligaciones, instrumentos, por definición, a largo plazo.

Pero tiene interés analizarla, puesto que es en los créditos donde, desde hace varios años, se ha centrado el interés por estimular un alargamiento de sus plazos. La primera impresión que se deduce de las cifras es que éste no se está produciendo en medida apreciable. Los créditos a medio y largo plazo —definidos como créditos a más de dieciocho meses— crecieron en 1972 un 24,2 por 100, superando ligeramente el ritmo de crecimiento de los créditos a corto plazo, 23,7 por 100, con lo que se repetía una situación que ya se dio en 1969 y 1970 y que, por un momento, pareció interrumpirse en 1971. Sin embargo, esta pequeña diferencia es insuficiente para producir grandes cambios, a corto plazo, en la estructura del crédito al sector privado, y así, a finales de 1972, el crédito a medio y largo plazo representaba el 33,1 por 100 del saldo total de créditos facilitados al sector privado, cifra análoga a la de los últimos años.

Pero estas cifras no hacen justicia a la realidad, puesto que la evolución de 1972 encubre el fenómeno de que instituciones dedicadas fundamentalmente al crédito a medio y largo plazo, como las cajas de ahorro y el crédito oficial, experimentaron crecimientos inferiores al promedio antes citado. El hecho realmente destacado de 1972 fue el rápido crecimiento del crédito a medio y largo plazo de la banca. Parte de este crecimiento obedece a que los bancos industriales, cuya actividad, si no exclusiva, sí dominante, es la financiación a plazo medio, crecieron más rápidamente, como grupo institucional, que las demás entidades bancarias, según ya se vio. Pero además sus créditos a medio y largo plazo aumentaron en 1972 un 67,6 por 100, es decir, mucho más rápidamente que sus créditos a corto plazo, que solo crecieron un 24,3 por 100. Más notable todavía, porque no responde a esa especialización institucional, es una diferencia totalmente similar en la banca comercial, cuyos créditos a medio y largo plazo aumentaron en 1972 un 68,9 por 100, frente al 24,3 por 100 de sus créditos a corto plazo. El hecho no es nuevo, pues se manifestó ya en los años anteriores, pero una discrepancia de tal intensidad no tenía precedentes. El resultado fue que el incremento absoluto en 1972 del crédito a medio y largo plazo de la banca comercial (38,3 miles de millones) casi igualó al de la banca industrial (40,3). Cabe señalar además que esos incrementos de 1972 superaron a los de 1971 en más de cuatro veces, en la banca comercial, y en más de dos veces, en la industrial. Otra faceta de ese resultado es que el saldo a fin de 1972 de créditos a medio y largo plazo de la banca comercial (93,9 miles de millones) seguía siendo prácticamente igual al de la banca industrial (99,9). También en términos de saldos, cabe destacar que la banca en su conjunto había alcanzado en esa fecha un saldo total de 193,8 miles de millones, prácticamente idéntico a los 196,7 del crédito oficial. Las cajas de ahorro superaban netamente esa cifra, pero más como resultado de una experiencia de muchos años que por la evolución reciente. En efecto, el incremento en 1972 de sus créditos a medio y largo plazo (58,4 miles de millones de pesetas) fue inferior al del conjunto de la banca (78,6 miles de millones). Las cajas continúan siendo, sin embargo, las instituciones crediticias que mantienen una proporción más alta de sus activos en financiación a medio y largo plazo.

Al analizar esta evolución de la banca se llega, sin embargo, a la conclusión de que no refleja en realidad grandes cambios en una situación tradicional, puesto que fue resultado de

la conjunción de una serie de factores especiales. Los créditos a medio y largo plazo de la banca han tenido siempre como importante componente las operaciones realizadas a través, de los circuitos privilegiados, hoy, del coeficiente de inversión y, antes, del redescuento especial (1). En el caso de la banca comercial, estas operaciones especiales explican prácticamente, en 1972, 31,9 miles de millones de pesetas, sobre 38,3 de crédito medio y largo plazo correspondiente a ella. Cabría, sin embargo, ver aquí una cierta evolución, en el sentido de que la diferencia, que corresponde a créditos libres, fue en el año 1972 de cierta entidad (6,4 miles de millones de pesetas), cuando en los años 1970 y 1971 había mostrado pequeñas disminuciones. Es difícil, sin embargo, decir si esto tiene una explicación puramente coyuntural, debido a la reactivación del proceso inversor, o si se refleja un cambio de actitud por la banca comercial (2). En cuanto a la banca industrial, las operaciones especiales han representado normalmente una parte mucho menos importante de su actividad crediticia a medio y largo plazo y, además, como se verá en el apartado siguiente, esta actividad llegó casi a una paralización completa en el año 1972, de modo que 39,0 miles de millones de pesetas sobre los 40,3 de crédito a medio y largo plazo corresponden a operaciones libres. Esto supone un incremento muy elevado sobre las correspondientes cifras de operaciones libres de años anteriores (1970: 8,6; 1971: 11,1) y es reflejo, por una parte, de un mayor énfasis en las operaciones a medio y largo plazo, como ya se indicó antes, pero, sobre todo, del crecimiento extraordinariamente rápido de esas instituciones en el curso de 1972. Parte importante de éste se explica por un volumen de emisiones de bonos muy elevado, hecho posible por el interés que las cajas de ahorro mostraron por este instrumento a lo largo de dicho año. Cabría así ver, en el aumento de las operaciones a medio y largo plazo de la banca industrial, una compensación del menor incremento de la financiación facilitada por las cajas de ahorro al sector privado a través de la compra de valores industriales, hecho del que ya se habló en el apartado anterior. En el terreno de las hipótesis, se podría ver también en el fuerte crecimiento de la financiación a medio y largo plazo facilitada por la banca industrial una compensación de las bajas cifras de crédito otorgadas por el crédito oficial, fuente tradicional de una parte significativa del tal clase de financiación.

La menor participación de las cajas de ahorro en esta modalidad de financiación durante 1972 se explica en buena parte por el menor crecimiento que, en conjunto, experimentaron esas instituciones en dicho año, según se vio en el apartado I.1 anterior. Pero también influyó en él un hecho nuevo, como es que el crédito a corto plazo otorgado por las cajas de ahorro creció en 1972 a un ritmo anormalmente rápido (31,6 por 100), netamente superior al de los créditos a corto plazo concedidos por la banca (24,3 por 100). En cuanto al crédito oficial, el bajo crecimiento de sus créditos a medio y largo plazo, pieza central de su actividad, es el mero reflejo del moderado ritmo de expansión de sus operaciones con el sector privado.

(1) Véase cuadro Apéndice 28.

(2) Existen ciertos signos de éste, a juzgar por diversas campañas de publicidad promoviendo determinadas modalidades de crédito al consumidor a medio y largo plazo.

1.3. Los circuitos privilegiados de crédito.

La clasificación de los créditos otorgados por el sistema crediticio entre «circuitos privilegiados» y «otros créditos» —véase cuadro IV-3, B— pretende poner de relieve la importancia relativa de aquellas operaciones que son objeto de medidas de protección oficial, a través de tipos de interés bonificados, plazos especialmente favorables o un control selectivo de su finalidad. Los circuitos privilegiados se definen aquí, concretamente, como la totalidad de las operaciones del Banco de España —prácticamente inexistentes y que por ello no se comentarán— y del crédito oficial, más las operaciones de crédito realizadas por la banca y las cajas de ahorro en cumplimiento del coeficiente de inversión y de los coeficientes obligatorios de préstamo, respectivamente (1) (2). Como se vio en el apartado anterior, las operaciones englobadas en los circuitos privilegiados son, en su mayoría, operaciones a medio y largo plazo (3).

De la definición de los circuitos privilegiados se deduce que el crecimiento de estos créditos tiene que ser muy semejante al crecimiento global de las instituciones, bien porque constituyen el total de todas sus operaciones (vgr.: crédito oficial), bien porque resultan de operaciones derivadas de coeficientes legales que son porcentajes muy estables de sus recursos. En 1971, el crecimiento de los créditos otorgados a través de los circuitos privilegiados (15,5 por 100) fue, en efecto, algo inferior, pero similar, al de los restantes créditos (18,2 por 100) y, por tanto, al del total de crédito al sector privado. Pero esta situación no se mantuvo en 1972, en que los primeros crecieron a un ritmo (16,3 por 100) netamente inferior al de los segundos (27,4 por 100).

La explicación está en que, en 1972, el crecimiento de las operaciones de las cajas de ahorro englobadas en este concepto (19,2 por 100) fue inferior al del total de sus créditos (21,5 por 100), cuando en los años anteriores había ocurrido lo contrario. Esta evolución en las cajas de ahorro, principal elemento de los circuitos privilegiados, fue compensada por un movimiento contrario en la banca, en la que el incremento en 1972 de las operaciones privilegiadas fue del 41,7 por 100, frente al 28,3 por 100 en el total de sus créditos. Este crecimiento de los créditos privilegiados de la banca constituye a éstos en el elemento más dinámico de este grupo de operaciones. En realidad, la evolución se debió al incremento de los créditos de la banca comercial (52,4 por 100), pues los de la banca industrial apenas aumentaron (5,9 por 100).

- (1) En el caso de las cajas se incluyen también las operaciones de crédito correspondientes a los esquemas de ahorro-vivienda, ahorro bursátil y ahorro del emigrante, así como las realizadas con fondos del Banco de Crédito Agrícola.
- (2) Conviene no olvidar que, al haber excluido de este análisis la adquisición de valores, se está subestimando la importancia del total de los circuitos privilegiados y de la participación de las cajas de ahorro en ellos, puesto que, como se vio en el Capítulo III, la participación de las cajas en el mercado de obligaciones constituye también un circuito reglado.
- (3) Véase cuadro Apéndice 28.

La participación de la banca en estos circuitos privilegiados deriva exclusivamente del coeficiente de inversión, y son las especiales circunstancias surgidas en torno a éste las que explican la evolución poco normal de 1972 (1). Esto y los efectos indirectos del coeficiente sobre la política monetaria justifican un análisis un poco más detallado de esta faceta de la evolución bancaria, para lo cual se tomará como base el cuadro IV-4 (2). Aunque los hechos básicos de la evolución reciente se expusieron ya en el Informe anterior (3), pueden recordarse sus líneas generales, por tratarse de acontecimientos que corresponden en parte a 1972. Los resultados de la nueva normativa fueron muy distintos para los bancos comerciales y los bancos industriales.

En cuanto a los primeros, en la segunda parte de 1971 y en el primer trimestre de 1972 se manifestó una clara tendencia a cubrir el coeficiente mediante la adquisición de cédulas, por encima del coeficiente (mínimo) legal del 15 por 100. Una cierta atonía de la demanda de crédito para inversiones y una situación relativa de tipos de interés que ponía a los créditos a la exportación y para la venta de buques en situación relativa desfavorable fueron las causas probables de ese fenómeno, que había llevado en marzo de 1972 a que la banca comercial destinara a fondos públicos un 16,9 por 100 de los depósitos computables a esos fines, porcentaje que se elevaba a 18,1 por 100, si se añaden algunos efectos antiguos imputados a ese coeficiente (4). Paralelamente, las operaciones especiales de crédito solo cubrían en esa fecha el 4,4 por 100 de los depósitos computables (5,6 por 100, incluyendo los efectos especiales antes citados), cifra muy inferior al 7 por 100 establecido como límite (máximo) legal. La situación se alteró radicalmente desde entonces, como resultado de dos hechos: la elevación en marzo de 1972 del tipo de interés de los créditos a la exportación y a la venta de buques (5) y una importante limitación, también a partir de marzo de 1972, de las emisiones de cédulas para inversiones. De emitirse sin restricciones, a petición de las instituciones bancarias, se pasaba ahora a emitirlas solo para aquellos bancos que se encontraran por debajo del mínimo legal del 15 por 100 —que quedaba convertido así en tipo único—, con algunas emisiones ocasionales (vgr.: en agosto de 1972) a favor de bancos pequeños que encontraban dificultades para cumplir el coeficiente con créditos especiales (6). A principios

- (1) La evolución de 1971 tampoco fue normal, por causa de la introducción de dicho coeficiente, en sustitución del antiguo mecanismo de efectos especiales automáticamente redescontables en el Banco de España. Véase nota (3).
- (2) Aunque la presentación del cuadro IV-4 difiera de la del cuadro IV-3, las cifras de ambos son estrictamente comparables.
- (3) Informe de 1971, especialmente páginas 192-94, pero también, páginas 145-46 y 184. En ellas se expuso la esencia del funcionamiento del coeficiente de inversión, introducido en 1971.
- (4) Véase cuadro IV-4 y sus notas.
- (5) Véase Capítulo III, epígrafe 5.
- (6) Cabe señalar que un resultado incidental de todo esto es que se han empezado a producir cesiones interbancarias de estos créditos especiales, por bancos con excedentes de esas operaciones a favor de bancos que no cubrían los mínimos legales.

de 1973 (Orden Ministerial de 31 de enero) se daba un paso más en este sentido, reduciendo el mínimo legal a invertir en cédulas para inversiones del 15 por 100 al 14 por 100 (1).

CUADRO IV-4

Evolución del coeficiente de inversión y de los efectos especiales computables en el mismo

	1971			1972				1973	
	Junio	III	IV	I	II	III	IV	I	
	Porcentajes a final del período (a)								
COEFICIENTES DE INVERSION:	Total banca	19,8	20,1	20,3	21,9	20,9	21,6	20,3	20,1
	Fondos públicos	13,6	13,8	14,0	15,4	14,7	14,4	13,2	12,8
	Efectos especiales (b)	6,2	6,3	6,3	6,5	6,2	7,2	7,1	7,2
	Exportación	3,3	3,4	3,3	3,4	2,8	3,5	3,4	3,3
	Otros	2,9	2,9	3,0	3,1	3,4	3,7	3,8	3,9
	Banca comercial (c)	19,8	20,2	20,6	22,5	21,6	22,7	21,4	21,3
	Coefficiente de fondos públicos (d)	15,9	16,1	16,4	18,1	17,0	17,1	15,6	15,3
	Fondos públicos	14,8	15,0	15,3	16,9	16,2	16,0	14,7	14,4
	Efectos especiales (e)	1,1	1,1	1,2	1,2	0,8	1,0	0,9	0,8
	Efectos especiales (f)	3,9	4,1	4,2	4,4	4,6	5,6	5,8	6,0
	Banca industrial (efectos especiales) (g)	20,3	20,2	17,3	16,5	14,6	13,4	12,0	11,0
	Saldos en miles de millones de pesetas								
EFECTOS ESPECIALES DESCONTADOS POR LA BANCA:	Total banca	81,1	87,8	95,7	100,8	100,6	124,8	135,6	142,9
	Exportación	42,8	47,7	50,5	52,5	45,3	60,4	64,3	65,2
	Otros	38,2	40,1	45,2	48,3	55,3	64,4	71,3	77,7
	Banca comercial	59,9	66,3	73,6	78,2	78,3	102,2	112,2	119,5
	Banca industrial	21,1	21,5	22,1	22,5	22,3	22,6	23,3	23,4

- (a) Sobre el total de depósitos computables a efectos del cumplimiento del coeficiente de inversión. (b) Incluidos los de la banca comercial imputados al coeficiente de fondos públicos. Ver nota (e). (c) Coeficiente mínimo legal del 22 por 100 desde julio de 1971 a enero de 1973 y 21 por 100 desde entonces, excepto para el Banco Exterior de España, al que se sigue aplicando el 22 por 100. (d) Coeficiente mínimo legal del 15 por 100 desde julio de 1971 a enero de 1973 y 14 por 100 desde entonces. El Banco Exterior está exento. (e) Efectos especiales cuya inclusión en el antiguo coeficiente de fondos públicos fue autorizada antes de la Ley del Crédito Oficial y que, hasta su extinción, son también computables en el nuevo coeficiente. (f) Coeficiente legal del 7 por 100 como máximo, excepto el Banco Exterior de España, que debe destinar el 22 por 100 del coeficiente total a estas operaciones. (g) Coeficiente legal mínimo del 7 por 100.

El resultado de esos cambios se aprecia bien el cuadro IV-4. El porcentaje del coeficiente cubierto por la banca comercial con cédulas para inversiones fue descendiendo paulatinamente a lo largo de 1972 y 1973, para situarse a fin de marzo de 1973 en el 14,4 por 100. Año-

(1) Sobre esta evolución, véase también Capítulo III, epígrafe 2.

diendo los antiguos efectos especiales adscritos a ese coeficiente, se llega a una cifra total del 15,3 por 100, superior todavía a la cifra legal del 14 por 100. Por el contrario, los efectos especiales experimentaron un fuerte incremento de su participación relativa, que del 4,4 por 100, a finales de marzo de 1972, se elevaba, un año más tarde, al 6 por 100 (del 5,6 por 100 al 6,8 por 100, incluyendo los citados efectos especiales).

La evolución en la banca industrial fue radicalmente distinta. Obligada a mantener solo un coeficiente del 7 por 100 en efectos especiales y teniendo, como legado de la fase anterior a la introducción del coeficiente, unos niveles muy superiores, desarrolló una política —previsible a la luz de los diferenciales de interés existentes, desfavorables para estas operaciones especiales— de suspender prácticamente estas operaciones. Su coeficiente ha ido así descendiendo de forma sistemática, pero rápida, por el fuerte crecimiento de sus depósitos, del 20,3 por 100, existente en julio de 1971, al 11 por 100, en marzo de 1973, lo que hará que este proceso se detenga en un futuro próximo.

Como resultado de lo anterior y del hecho importante de que los depósitos bancarios, base de esos coeficientes, crecieron muy rápidamente en 1972, la aportación absoluta de la banca comercial a este circuito privilegiado ha experimentado los incrementos notables que ya se señalaron, y que se pueden apreciar también en el cuadro IV-4. La aportación de la banca industrial, por las razones expuestas, fue casi nula. Pese a los cambios en la estructura relativa de tipos de interés, la parte de esa financiación destinada en 1972 a la exportación (13,8 miles de millones) fue netamente inferior a la destinada a otras actividades (26,1), siendo las diferencias de crecimiento más acusadas todavía en términos relativos (27,3 por 100 y 57,7 por 100, respectivamente). De todas maneras, difícilmente puede considerarse ninguna de esas cifras como baja.

La participación de las cajas en estos circuitos privilegiados ha seguido siendo fundamental, pues —como se puede deducir de una comparación de las correspondientes cifras del cuadro IV-3 con los totales de crédito de las cajas de ahorro que aparecen en el cuadro IV-2— una fracción importantísima del total de sus operaciones corresponde a esta categoría. Ello es el resultado de la normativa, a que se aludió en el Capítulo III (1), que obliga a las cajas a destinar un 35 por 100 de sus recursos a los llamados préstamos de regulación especial, que son precisamente los que, por sus condiciones especiales de tipo de interés, se engloban aquí como circuito privilegiado. Es de esperar que la importancia de estas operaciones tienda a disminuir en años sucesivos, como resultado de la liberación de esa normativa que se expuso en aquel mismo lugar.

En cuanto a la evolución del crédito oficial, no hace falta añadir nada a lo expuesto al hablar del desarrollo de los diversos grupos institucionales, puesto que su participación en los circuitos privilegiados es en realidad coincidente con sus total financiación al sector privado.

(1) Véase epígrafe 2.

I.4. Relaciones de la banca con el exterior.

La creciente participación de la banca española en los mercados internacionales, de que se hablaba en el Informe anterior, ha venido confirmada en 1972 por unos crecimientos en sus cifras de activos y pasivos exteriores que igualan, en el caso de los segundos, e incluso superan, en el caso de los primeros, las altas tasas que se registraron en el año anterior. Así —véase cuadro IV-5—, los activos exteriores, que en 1971 aumentaron en 30,9 miles de millones de pesetas (44 por 100 sobre 1970), registraron en 1972 un incremento de 60,9 miles de millones (60 por 100), alcanzando un total de 162,1 miles de millones de pesetas, mientras que los pasivos exteriores, con un crecimiento similar al de 1971 —alrededor del 53 por 100—, sumaban 200.000 millones de pesetas a finales de 1972. Se repitió, por tanto, en este año el hecho, que ya había caracterizado la evolución de los precedentes, de que el crecimiento relativo de las operaciones exteriores de la banca fuera más rápido que el de las interiores. En consecuencia, los pasivos exteriores, que a finales de los años 1970 y 1971 representaban el 7,4 y 8,8 por 100, respectivamente, de los depósitos interiores y bonos de caja, se elevaron al 10,5 por 100 en 1972. Así, el papel en la banca española de las operaciones en los mercados monetarios extranjeros es muy superior al de sus operaciones en el mercado monetario (interbancario) interior, que, como se vio en el Capítulo anterior, no llegaba a suponer el 5 por 100 de los depósitos. Por otro lado, hay que destacar, como ya se hizo en Informes anteriores, la importancia de estas cifras en relación con las reservas exteriores de divisas: 2.514 millones de dólares de activos y 3.104 de pasivos exteriores de la banca, frente a unas reservas de 5.006 millones, valoradas todas las cifras al cambio central establecido en diciembre de 1971 (1). Dentro de esta evolución general, sin embargo, el comportamiento de los dos principales componentes de las operaciones de la banca con el exterior —las realizadas en moneda extranjera, fundamentalmente, al amparo de la circular 242 del I. E. M. E., y los depósitos en pesetas convertibles— fue bien distinto (2).

Como puede observarse en el cuadro IV-5 y en el gráfico IV-4, los **activos y pasivos exteriores en moneda extranjera** registraron a lo largo de 1972 fuertes y continuados aumentos, alcanzando en diciembre de dicho año las ya elevadas cifras de 159,0 y 170,1 miles de millones de pesetas, respectivamente, que suponen, al cambio antes indicado, 2,5 y 2,6 miles de millones de dólares, con unas variaciones absolutas anuales que duplican, en ambos casos, las de los dos años anteriores. Ello refleja la creciente participación de la banca española en el mercado de eurodivisas. Este registró en 1972 una expansión considerable, estimándose su aumento en ese año alrededor de los 20.000 millones de dólares, con lo que su volumen neto a finales del mismo se encontraba cercano a los 100.000 millones de dólares. Los pasivos exteriores de la banca española en moneda extranjera, con un 57 por 100 de aumento en ese período, crecieron muy por encima del 25 por 100 estimado para dicho mercado, aunque la

(1) Véase nota de la página 178 del Informe de 1971.

(2) Sobre el régimen de las distintas operaciones de la banca con el exterior, véase el Informe de 1971, página 177 (nota) y Capítulo III del presente, epígrafe 2.

participación española en el mismo, creciente, continúa siendo bastante pequeña. Una parte de este avance de la participación de la banca española debe ser atribuida, en 1972, a que ha sabido aprovechar la gran demanda de crédito en el mercado de eurodivisas por parte de países recientemente introducidos en él.

CUADRO IV-5

Operaciones de la banca en el exterior

Miles de millones de pesetas

	Variaciones absolutas netas (a)			Saldo a 31 de diciembre de 1972
	1970	1971	1972	
1. Posición exterior neta (2+3)	— 10,1	— 15,2	— 8,0	— 38,0
a. En pesetas	— 3,8	— 8,4	— 5,8	— 26,9
b. En moneda extranjera	— 6,3	— 6,8	— 2,2	— 11,1
Billetes extranjeros	0,3	— 0,1	0,2	1,2
Circular 242 (b)	— 8,0	— 7,2	— 3,6	— 22,4
Otras cuentas (c)	1,0	0,4	0,3	7,3
Inversiones (d)	0,3	0,1	0,8	2,7
x. A corto plazo	— 10,5	— 15,3	— 8,9	— 40,8
Hasta 3 meses	— 6,2	— 5,9	— 15,0	— 31,1
Más de 3 a 18 meses	— 3,3	— 9,6	8,2	— 6,7
Más de 18 meses	— 1,0	0,3	— 2,1	— 3,0
y. A largo plazo (d)	0,3	0,1	0,8	2,7
2. Activos exteriores	32,1	30,9	60,9	162,1
a. En pesetas	0,4	0,4	1,3	3,1
b. En moneda extranjera	31,7	30,5	59,6	159,0
y. A corto plazo	31,7	30,8	60,1	159,4
Billetes extranjeros	0,3	— 0,1	0,2	1,2
Bancos extranjeros	31,1	30,7	59,3	156,6
Otros conceptos	0,2	0,2	0,6	1,5
z. A largo plazo	0,3	0,1	0,8	2,7
3. Pasivos exteriores (a corto plazo)	— 42,2	— 46,1	— 68,9	— 200,1
a. En pesetas	— 4,2	— 8,8	— 7,1	— 30,0
Bancos extranjeros	— 2,2	— 1,0	— 2,3	— 8,3
Acreedores extranjeros	— 1,7	— 7,3	— 4,9	— 20,8
Otros conceptos	— 0,3	— 0,5	— 0,1	— 0,9
b. En moneda extranjera	— 38,0	— 37,3	— 61,8	— 170,1
Bancos extranjeros	— 27,1	— 27,2	— 39,6	— 108,5
Acreedores extranjeros	— 10,5	— 9,1	— 16,2	— 52,4
Otros conceptos	— 0,4	— 1,0	— 6,0	— 9,2

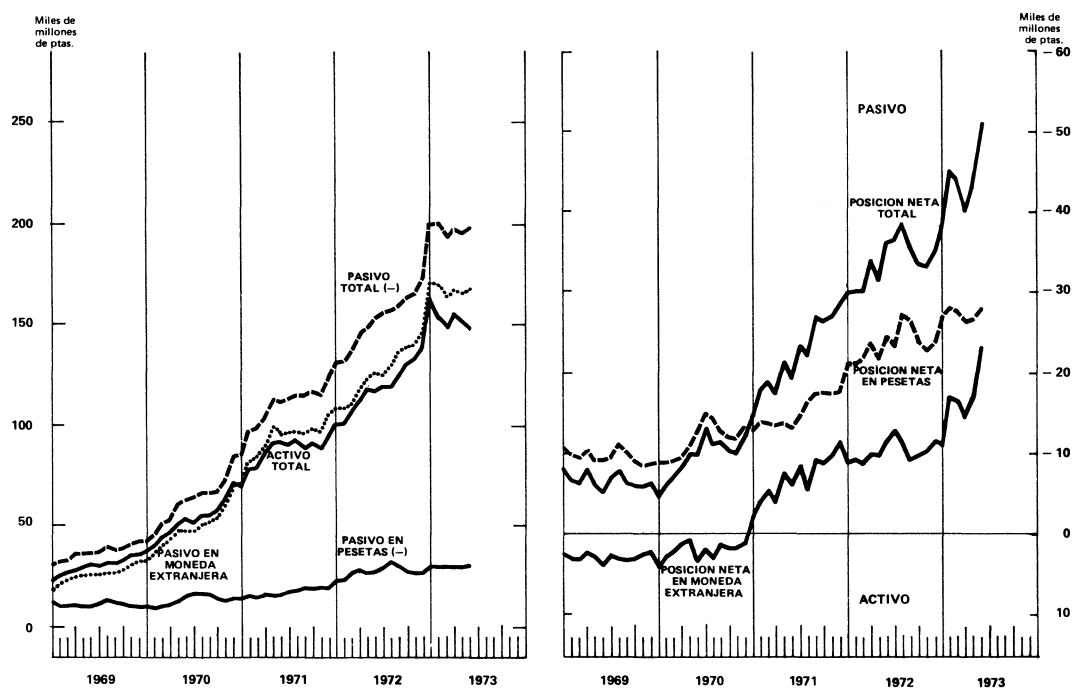
(a) El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos. (b) Contrapartida de préstamos interiores en moneda extranjera. (c) Corresponden aproximadamente a la posición en moneda extranjera mantenida por la Banca por delegación del Banco de España-I. E. M. E. (d) Inversiones en valores extranjeros e inmuebles en el extranjero.

El aumento a lo largo del año de los activos y pasivos exteriores en moneda extranjera fue bastante regular, salvo un ligero estancamiento en el caso de los activos en el período que cubre desde abril hasta julio. Pero en diciembre se produjo una extraordinaria aceleración

en ambas cuentas, que, en parte, ha de atribuirse a operaciones de arreglo de contabilidad («window dressing») que la banca realiza normalmente en dicha fecha, ya que los incrementos de los activos y pasivos exteriores en este mes representaron el 38,5 y 38 por 100, respectivamente, del registrado para todo el año. Confirma esta explicación el hecho de que en los primeros meses de 1973 ambas magnitudes tendieran a disminuir (1). No hay que olvidar, sin embargo, que las cifras de los primeros meses de 1973, críticamente condicionados por una anormal evolución monetaria internacional, pudieran también estar afectadas, de forma difícil de precisar, por estos acontecimientos.

GRAFICO IV-4

Posición exterior de la banca Saldo a fin de mes



El crecimiento en 1972 de la posición exterior neta (pasiva) en moneda extranjera, que viene determinado en su mayor parte por el de los préstamos interiores realizados al amparo de

- (1) La evolución de estas cuentas en diciembre de 1971 y enero de 1972 también podría atribuirse, en parte, a ese fenómeno. La mayor intensidad de los movimientos a finales de 1972 es coherente con el hecho de que también las cuentas interiores en pesetas de esas fechas evidencian unas operaciones de «window dressing» de intensidad muy superior a lo habitual en años anteriores. La utilización creciente por la banca española, a estos fines, de las cuentas con el exterior responde, por lo demás, a un patrón de conducta bien establecido en la banca de varios países europeos.

la Circular 242 ya mencionada (1), fue, sin embargo, bastante pequeño en comparación con los registrados en los dos años anteriores. Frente a incrementos netos anuales de unos 6.000 millones de pesetas en años anteriores, la posición exterior neta en moneda extranjera registró en 1972 un aumento de 2.200 millones de pesetas, que supone un porcentaje de aumento (19 por 100) bastante bajo, si se compara con el de los pasivos en moneda extranjera (57 por 100). Las razones de ello han de verse en el bajo crecimiento de los créditos amparados por la Circular 242 —continuación de la tendencia iniciada a mediados de 1971 (véase gráfico IV-4, B)—, explicado por el fuerte aumento de los créditos interiores en pesetas en todo el período, por una política más restrictiva de autorizaciones respecto a aquella parte de esas operaciones sometidas a control y por el hecho de que, a partir del verano de 1972, los tipos de interés del mercado de eurodólares, que son los que se aplican a estos créditos, iniciaron una continuada ascensión (véase gráfico III-5). Como resultado de todo ello, los préstamos concedidos con arreglo a la mencionada Circular alcanzaban en diciembre de dicho año un total de 22.400 millones de pesetas, con un aumento sobre el año anterior de 3.600 millones, exactamente la mitad del registrado en 1971.

La evolución de la **posición neta en pesetas convertibles** a lo largo de 1972 puede ser dividida en cuatro fases. La primera, que coincide con su primer trimestre, se caracterizó por un fuerte crecimiento de aquélla, continuación del que se había iniciado, como consecuencia de la especulación en favor de la revaluación de la peseta, en diciembre del año anterior. Desde el mes de junio de 1971, la posición neta en pesetas convertibles estuvo registrando fuertes incrementos, cuya explicación no puede ser otra que una especulación motivada por expectativas de revaluación de la peseta. El deseo de suprimir esos movimientos especulativos, cuyos efectos sobre la liquidez interna se consideraban, por otro lado, perjudiciales, llevó a las autoridades a establecer, por Orden de 19 de octubre de 1971, el depósito obligatorio sin interés, en el Banco de España, del 100 por 100 de los incrementos de los depósitos o imposiciones a la vista o a plazo inferior a tres meses en pesetas convertibles en la banca, sobre los cuales ésta no podía satisfacer intereses. Tras un período de calma, las expectativas de revaluación de la peseta produjeron, en diciembre de 1971, nuevos y fuertes aumentos en la posición en pesetas convertibles de la banca, que se concentraron especialmente en los depósitos a plazo igual o superior a tres meses. Del mismo modo, durante el primer trimestre de 1972, el mecanismo del depósito obligatorio volvió a mostrarse insuficiente como medio de frenar la especulación y, así, después de un ligero estancamiento en el mes de enero, originado sin duda por la realización de beneficios y por la conclusión de operaciones normales de balanza de pagos, los aumentos de pesetas convertibles durante el mes de febrero y, sobre todo, en las primeras semanas del mes de marzo fueron considerables. Estos aumentos, al igual que en el mes de diciembre del año anterior, se localizaron principalmente en los depósitos a plazo igual o superior a tres meses, ya que dichos depósitos pasaron de 6.000 millones de pesetas,

(1) El resto de las operaciones en moneda extranjera (billetes, inversiones a largo plazo en el extranjero y otras cuentas) tienen saldos y experimentan variaciones comparativamente pequeños. (Véase cuadro IV-5.)

en septiembre de 1971, a 8.700, en diciembre de ese año, y a casi 12.500, en marzo de 1972. Su motivación estuvo basada en el hecho de que la peseta, al contrario que casi todas las monedas, se mantuvo, tras el reajuste de diciembre de 1971 y hasta el 10 de marzo siguiente, en el punto inferior de la banda, lo que originó fuertes expectativas en favor de la subida de su cotización (véase gráfico I-4).

A partir de este momento y hasta el mes de julio, se puede señalar otro período en el que, después de algunas realizaciones de beneficios en abril, se inició una nueva especulación al alza de la peseta, que llevó a la elevación del cambio de intervención a la mitad superior de la banda de fluctuación en la última semana de junio. La incertidumbre monetaria internacional que trajo consigo la situación de la libra en el mes de julio ocasionó un fuerte aumento de la posición en pesetas convertibles, que alcanzó en ese mes su punto más alto, con un saldo de 27.300 millones de pesetas. En previsión de futuras especulaciones a favor de la peseta y de sus efectos adversos para la liquidez interna, se amplió, por Orden de 28 de julio de 1972, la obligación de constituir depósitos sin interés en el Banco de España al 50 por 100 de los incrementos que se registrasen en los depósitos e imposiciones de la banca de plazo igual o superior a tres meses, los cuales, sin embargo, podían seguir percibiendo intereses. A partir de este momento, en parte debido a los efectos de la mencionada disposición (en un contexto de relativa tranquilidad monetaria internacional), pero también por la realización de pagos en el interior por operaciones normales de balanza de pagos, se inicia un proceso de disminución de los depósitos en pesetas convertibles, que termina en el mes de noviembre, en que la banca comienza a registrar otra vez fuertes aumentos en su posición.

Esta subida de la última parte del año, que no se anuló en los primeros meses de 1973, tuvo que ser debida, sobre todo en diciembre, a entradas de divisas por operaciones de balanza de pagos básica, a las que se unieron las que se pudieron producir por la baja continuada, durante diciembre, de la cotización del franco francés y del marco alemán, con indicios de que se buscó la peseta como activo de refugio. En enero de 1973, la perspectiva de una nueva crisis monetaria internacional trajo consigo un nuevo flujo de divisas, que puso otra vez en duda la suficiencia del sistema de los depósitos obligatorios para frenar una especulación a favor de una revaluación de la peseta. Las compras de dólares a la banca por el Banco de España-I. E. M. E. fueron en ese mes de 284 millones, cifra muy superior a la de años anteriores.

Ante la creciente entrada de divisas, se estableció, por Orden de 6 de febrero de 1973, el depósito obligatorio del 100 por 100 para toda clase de depósitos, suprimiendo la posibilidad de percibir intereses para los del plazo igual o superior a tres meses, modificando el sistema de cálculo de los incrementos e incluyendo a las cajas de ahorro dentro de esta regulación (1). La insuficiencia de esta medida pudo ser comprobada durante el resto del mes, pues, tras la

(1) Véase Capítulo III, epígrafe 2.

nueva devaluación del dólar en febrero y el mantenimiento de la paridad-oro de la peseta, las compras de dólares a la banca continuaron, después de un ligero cambio de signo, durante los días siguientes a la apertura del mercado. Posteriormente se elevó el cambio de intervención de la peseta —que había comenzado a cotizarse por su extremo más débil— hasta el punto central de la banda, ampliándose además los límites de intervención del Banco de España-I. E. M. E. en el mercado de divisas. A pesar de ello, las compras de dólares a la banca fueron de cuantía considerable en los dos días anteriores al nuevo cierre del mercado del 1 de marzo, por lo que, en evitación de futuras crisis y coincidiendo con la reapertura de los mercados internacionales, por Orden Ministerial de 16 de marzo, se modificó el sistema de los depósitos obligatorios en el Banco de España, creándose, en sustitución, un doble juego de cuentas que ha sido explicado en otro lugar de este Informe (1), con el que se pretendía cortar la especulación directa sobre la divisa española. Por otro lado, la vigencia de la obligación de depósitos en el Banco de España por el 100 por 100 de los incrementos de ambas cuentas, salvo un límite exento en el caso de las cuentas B, cierra el paso a su utilización como fuente de liquidez interna, con lo que el único uso posible de las mismas tendrá que ser a efectos de realizar cobros y pagos por operaciones de balanza básica.

La evidencia estadística es muy pequeña todavía para poder juzgar los resultados de esta disposición. Sin embargo, los pocos datos disponibles hasta el momento parecen indicar que los efectos que se buscaban —terminar con la especulación e impedir a la banca el acceso a los mercados exteriores para corregir tensiones de liquidez— han sido conseguidos. Las cifras correspondientes a los meses de marzo y abril parecen confirmar estas suposiciones. De un lado se observa un claro estancamiento, con tendencia a la baja, en los pasivos exteriores en pesetas, que en ningún momento han superado la cifra de diciembre anterior, mientras que por otro se manifiesta una clara tendencia al aumento de las cuentas A, en perjuicio de las cuentas B, que han comenzado a disminuir (2).

II. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

La información disponible sobre las restantes instituciones que integran el sistema financiero es bastante desigual. En el cuadro IV-6 se recogen cifras anuales relativas a las entidades de financiación de ventas a plazo, cooperativas de crédito, fondos de inversión mobiliaria, sociedades de inversión mobiliaria y compañías de seguros. Estas entidades no agotan las instituciones financieras existentes. Concretamente faltan las llamadas sociedades financieras, o entidades de financiación de ventas a plazo cuyas operaciones no están reguladas, puesto

(1) Véase Capítulo III, epígrafe 2.

(2) Así, de un total de pasivos exteriores en pesetas convertibles de 29.479 millones de pesetas en febrero, se pasó a 29.760 millones en marzo, de los cuales 4.503 correspondían a cuentas A y 24.797, a cuentas B, siendo el resto cuentas en pesetas interiores. En abril, el saldo total de 29.708 millones de pesetas se distribuía entre 7.148 millones de pesetas en cuentas A, 21.311 en cuentas B y 1.249 en pesetas interiores.

Otras instituciones financieras

CUADRO IV-6

	Variaciones relativas (a) Porcentajes			Variaciones absolutas Miles de millones de pesetas			Saldo a 31 de dicbre. de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
ENTIDADES DE FINANCIACION DE VENTAS A PLAZO:							
Caja y bancos	— 44,4	128,4	82,0	— 0,1	0,2	0,2	0,6
Cartera de efectos	7,3	— 2,8	28,7	0,3	— 0,1	1,2	5,5
Diversas (neto)	57,5	...	...	0,1	— 0,1	0,2	0,3
Activo = Pasivo	5,8	—	33,3	0,3	—	1,6	6,4
Capital	—	21,0	21,7	—	0,2	0,3	1,4
Reservas y otros fondos	21,0	— 14,4	44,9	0,1	— 0,1	0,2	0,7
Bancos (Crédito)	5,1	— 2,2	35,8	0,2	— 0,1	1,1	4,3
COOPERATIVAS DE CREDITO:							
Caja y bancos	37,2	72,9	45,1	1,1	3,0	3,2	10,3
Cartera de valores	73,7	83,0	27,6	0,7	1,3	0,8	3,7
Créditos	28,1	37,1	46,1	1,8	2,9	5,0	15,8
Diversas (neto)	45,5	27,2	11,8	0,6	0,6	0,3	2,9
Activo = Pasivo	36,2	49,8	39,8	4,2	7,8	9,3	32,7
Capital	{ 42,2	{ 42,5	29,4	{ 0,3	{ 0,4	0,2	0,8
Reservas y fondos			24,7			0,2	1,1
Depósitos	35,8	50,4	40,7	3,9	7,4	8,9	30,8
FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA:							
Caja y bancos	— 64,6	133,3	68,1	— 2,7	1,9	2,4	5,7
Cartera de valores	— 11,1	— 10,2	30,0	— 3,1	— 2,6	6,8	29,5
Activo = Pasivo	— 17,8	— 2,6	35,2	— 5,8	— 0,7	9,2	35,2
Partícipes	— 2,4	— 7,2	24,5	— 0,6	1,8	5,7	28,7
Revalorización cartera	— 96,4	105,6	248,7	— 6,3	1,2	3,5	4,9
Diversas (neto) . . . . .	...	— 5,3	—	1,1	— 0,1	—	1,6
SOCIEDADES DE INVERSION MOBILIARIA:							
Caja y bancos	19,8	— 33,4	76,8	0,5	— 1,0	1,5	3,4
Cartera de valores	53,1	29,8	44,9	10,8	9,3	18,1	58,5
Activo = Pasivo	49,8	25,2	45,5	11,3	8,3	19,6	61,9
Capital	44,9	31,3	47,7	6,4	6,5	12,7	39,8
Reservas y fondos	99,5	39,5	17,7	4,3	3,4	2,1	14,3
Diversas (neto)	13,5	— 33,6	...	0,6	— 1,6	4,8	7,8
COMPAÑIAS DE SEGUROS (b):							
Caja y bancos	11,1	15,0	...	0,8	1,2	..	9,2
Valores	10,7	15,0	...	2,2	3,4	..	26,1
Inmuebles	9,8	11,4	...	1,1	1,4	..	13,7
Diversas (neto) . . . . .	...	...	...	0,6	— 0,8	..	»
Activo = Pasivo	12,0	11,9	...	4,7	5,2	..	49,0
Capital	7,3	9,1	...	0,3	0,4	..	4,8
Reservas	7,7	7,1	...	0,7	0,7	..	10,5
Reservas técnicas	14,3	13,9	...	3,7	4,1	..	33,7

(a) Sobre el saldo a fin del período anterior. (b) Excluidas, por excesivo retraso en la información disponible, las entidades de reaseguros y las de capitalización, cuyo total balance importaba a finales de 1970, 1,4 y 5,1 miles de millones de pesetas, respectivamente. (c) Cifras de 1971.

que las incluidas en el cuadro son solo las dedicadas por imperativo legal a financiar la venta de bienes de equipo. La razón de esa omisión es la escasa información disponible. Faltan también las cooperativas de crédito agrícola, que se han excluido del cuadro, a pesar de existir información, por hallarse ésta pendiente de ser sistematizada, debido a los movimientos que se han producido en el registro de esas entidades tras el traspaso de su control al Banco de España. Se omiten también las sociedades gestoras de fondos de inversión, por su escasa importancia. Y falta, por escasez de información, toda una serie de mutualidades y cajas de pensiones privadas. La Seguridad Social, en cambio, se ha excluido porque se hablará de ella en el epígrafe dedicado al sector público.

Las instituciones comprendidas en el cuadro IV-6 tienen una importancia cuantitativa netamente inferior a la del sistema crediticio, pero su evolución en el año 1972 se ha caracterizado por ritmos relativos de crecimiento sistemáticamente superiores a los de éste. En unos casos (vgr.: cooperativas de crédito o sociedades de inversión mobiliaria), esto es continuación de una tendencia presente ya en años anteriores; en los restantes se trata de una aceleración muy fuerte de su crecimiento con relación a los dos años precedentes.

La cartera de efectos de las **entidades de financiación de ventas a plazo** experimentó en 1972 un crecimiento de 1,2 miles de millones de pesetas (28,7 por 100) que, pese a su escasa importancia absoluta, supone un cambio muy acusado de tendencia con relación a los años anteriores. La explicación de este fenómeno ha de verse en que estas entidades, cuya expansión estuvo afectada por el límite impuesto a la línea de redescuento especial que era su principal fuente de financiación, se han beneficiado, desde julio de 1971, del nuevo esquema del coeficiente de inversión, que no contiene limitación para cada una de las clases de crédito especial en él incluidas. Los efectos redescontados por la banca procedentes de estas entidades son ahora computables en el coeficiente de inversión y esto explica el incremento de esta financiación, que, a su vez, ha hecho posible el ya citado aumento de su cartera. De todos modos, conviene señalar que las entidades de financiación de ventas a plazo ejercen así una función que es prácticamente la de agencias de la banca, pues sus operaciones activas, en el caso de ser financiadas directamente por la banca, serían también computables en el coeficiente de inversión de ésta.

Los depósitos de las **cooperativas de crédito no agrícola** crecieron en 1972 un 40,7 por 100, ritmo que, aunque algo inferior al del año precedente, fue netamente superior al de expansión de los depósitos del sistema crediticio. Sin embargo, a finales de año, su saldo de depósitos equivalía solo al 1,2 por 100 de los del conjunto del sistema bancario. Sus operaciones activas experimentaron una evolución análoga.

La marcha de los **fondos de inversión mobiliaria** en 1972 supuso el fin de la etapa crítica por la que atravesaron con posterioridad a la caída de la Bolsa de marzo de 1970. En consonancia con la general recuperación de la inversión bursátil, consiguieron un incremento del 24,5 por 100 en sus cuentas de partícipes, al mismo tiempo que su cartera de valores experimentaba una revalorización muy importante. A finales de 1972, el importe de las cuentas

de partícipes (28,7 miles de millones de pesetas) superaba ligeramente el máximo alcanzado a finales de 1969 (25,5), con lo que parece haberse superado el bache de los años 1970 y 1971.

Las **sociedades de inversión mobiliaria** mantuvieron en 1972 un ritmo de expansión tan elevado como en los años precedentes. El incremento de su capital, fuente principal de financiación, fue de 12,7 miles de millones de pesetas (47,7 por 100), si bien hay que tener en cuenta que de este incremento corresponden 11,6 miles de millones de pesetas a la creación de nuevas sociedades. El proceso de fundación de nuevas sociedades de inversión prosiguió así en 1972 aún con mayor intensidad que en años precedentes, creándose 43 sociedades de inversión, con lo que el número de ellas existente a finales de año se elevaba a 183. La cartera de valores de estas entidades experimentó un incremento de 18,1 miles de millones de pesetas (44,9 por 100), de los que 10,5 miles de millones se explican, sin embargo, por las aportaciones a la fundación de nuevas sociedades en el año. De este modo, la cartera de valores de las sociedades de inversión a finales de 1972, valorada al costo (58,5 miles de millones de pesetas), era muy superior a la de los fondos de inversión que, valorada de igual modo, importaba 24,6 miles de millones de pesetas. Tiene interés señalar que esta fuerte discrepancia ha sido el producto de la evolución de los tres últimos años, puesto que a finales de 1969 las carteras, valoradas al coste, de ambos grupos de entidades eran prácticamente idénticas.

La evolución de las **compañías de seguros** en 1972 es muy difícil de evaluar por la total ausencia de información. A juzgar por la relativa estabilidad de su evolución en el pasado, sería de presumir que su crecimiento en 1972 hubiera quedado por debajo del de las restantes instituciones financieras. Sin embargo, sería aventurado formular juicios tajantes, ya que entre tanto se ha puesto en funcionamiento la nueva normativa sobre inversiones de estas compañías —Decreto de 12 de septiembre de 1970 y Orden Ministerial de 24 de mayo de 1971— que, al introducir unas normas algo más liberales, parece que puede haber estimulado en alguna medida el crecimiento de estas sociedades. De todos modos, no es probable que las compañías de seguros puedan convertirse, a corto plazo, en los importantes intermediarios financieros que, especialmente a través de un gran desarrollo del seguro de vida, son en muchos países.

III. EL MERCADO DE VALORES

El análisis del mercado de valores presenta cierta complejidad, porque a él tienen acceso no solo los sectores público y privado, sino también las propias instituciones financieras analizadas en los dos epígrafes anteriores, las cuales, al mismo tiempo, aparecen como suscriptores de una parte importante de los títulos emitidos. Cabe así realizar el análisis en distintos planos, según se quiera ver la importancia de los flujos que discurren a través del mercado de capitales, con independencia de su origen y destino, o se quiera analizar el papel desempeñado en él por las instituciones financieras o el papel que el mercado representa en la financiación final de los sectores privado o público. Diversas razones estadísticas obligan a

considerar el tema desde el punto de vista más amplio, el de los flujos totales que discurren por el mercado de capitales; pero en lo que sigue se intentará separar, dentro de ellos, los diversos aspectos mencionados. En un primer apartado se estudia el mercado de emisiones, para tratar seguidamente de la colocación de las mismas, dejando para un apartado final algunos comentarios sobre la evolución del mercado secundario de valores.

III.1. Emisiones.

El cuadro IV-7 ofrece de forma muy sumaria el volumen neto total de emisiones de valores a lo largo de los últimos años y constituye el punto de partida del análisis siguiente, que intentará desentrañar algunas facetas que en él no se pueden apreciar (1). El volumen neto de emisiones de valores alcanzó en 1972 la cifra de 222,2 miles de millones de pesetas, con un incremento del 18,7 por 100 sobre la cifra de 1971. Elemento clave de esta expansión lo constituyeron las emisiones de renta variable, con un incremento sobre el año anterior del 23,6 por 100, mientras que el aumento de las de renta fija fue de solo 14,5 por 100. Las emisiones de títulos de renta variable corresponden únicamente al sector privado y al sistema financiero, pero en las de renta fija tiene una participación importante el sector público. Sus emisiones en 1972 fueron inferiores a las de 1971, pero el nivel alcanzado tanto en 1971 como

CUADRO IV-7

Emisiones de valores

	Variaciones relativas (a)			Emisiones netas (valores nominales)			Porcentajes del P. N. B.		
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	1970	1971	1972
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas			Porcentajes		
Públicas	— 33,4	212,4	— 14,2	21,8	68,1	58,4	1,0	2,7	2,0
Privadas	— 2,5	— 6,1	37,5	126,8	119,1	163,8	5,6	4,7	5,5
Renta fija	1,0	— 18,3	75,2	39,4	32,2	56,4	1,7	1,3	1,9
Renta variable	— 5,4	—	23,6	87,4	86,9	107,4	3,9	3,4	3,6
Total	— 16,0	26,0	18,7	148,6	187,2	222,2	6,6	7,4	7,5
Renta fija	— 27,6	63,9	14,5	61,2	100,3	114,8	2,7	4,0	3,9
Renta variable	— 5,4	—	23,6	87,4	86,9	107,4	3,9	3,4	3,6

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.
Véase detalle en los cuadros IV-8 y IV-9, así como en los cuadros Apéndice 43 y 44, que contienen datos sobre emisiones brutas y amortizaciones.

- (1) Todo el análisis se realiza en términos de valores nominales de emisión. Pero, dada la escasa importancia, de las emisiones de acciones con prima, estos valores coinciden prácticamente con los importes efectivamente emitidos.

en 1972 estuvo muy por encima del que venía siendo tradicional en los últimos años. Así, la participación del sector público en el volumen total de emisiones del año 1972 fue del 26,3 por 100 (36,4 por 100 en 1971), cifra muy superior al 14,7 por 100 de 1970 y a los porcentajes de años precedentes. De lo anterior se deduce, sin embargo, que el elemento más dinámico lo constituyeron las emisiones privadas de renta fija, cuyo incremento alcanzó en efecto, un porcentaje del 75,2 por 100 sobre la cifra de 1971, que había sido, sin embargo, inferior a la de 1970.

El cuadro IV-7 ofrece los porcentajes que las cifras de emisiones han representado sobre el P. N. B., medido a precios corrientes, de los correspondientes años, indicador que se ha convertido en una fórmula usual en comparaciones internacionales sobre la importancia del mercado de capitales. Sin entrar aquí en detalles, cabe señalar que las cifras correspondientes son, en comparación con las de otros países, muy elevadas.

La evolución ya reseñada de las **emisiones públicas** se debió fundamentalmente a la marcha de las emisiones de la Administración Central, como se aprecia en el cuadro IV-8, que descendieron de 61,4 miles de millones de pesetas, en 1971, a 43,1, en 1972. Esto se explica por la caída de las emisiones de cédulas para inversiones, de 43,3 miles de millones de pesetas, en 1971, a 31,4, en 1972, hecho debido a la paralización de esas emisiones a partir del mes de

CUADRO IV-8

Emisiones públicas

	Variaciones relativas (a)			Emisiones netas (valores nominales)			Saldos a 31 de diciembre de 1972
	1970	1971	1972	1970	1971	1972	
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas			
Emisiones totales	— 53,4	212,4	— 14,2	21,8	68,1	58,4	515,9
Administración Central	— 71,0	507,9	— 29,8	10,1	61,4	43,1	390,4
Cédulas para emisiones	— 44,6	156,2	— 27,5	16,9	43,3	31,4	260,0
Pagarés del Tesoro . . . . .	...	...	— 4,5	— 4,5	—	—	—
Obligaciones del Tesoro . . . . .	...	...	— 4,5	— 4,0	—	—	1,7
Amortizables 6 por 100	—	...	— 20,0	—	20,0	16,0	35,0
Otros amortizables (b) . . . . .	...	...	...	3,1	2,5	— 3,5	80,5
Otras deudas . . . . .	...	...	...	— 0,9	— 0,4	— 0,8	13,2
Instituto Nacional de Industria	0,9	— 40,7	118,6	11,8	7,0	15,3	125,5
Otros organismos autónomos y cor- poraciones locales . . . . .	...	...	...	— 0,1	— 0,3	...	...

Véase cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 43.

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior. (b) Antiguas emisiones pignoras en el Banco de España, y emisiones especiales para la conversión de las obligaciones del Tesoro amortizadas. (c) Deudas del antiguo Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional (hoy Banco de Crédito a la Construcción) y de la RENFE, asumidas por el Estado.

marzo, que ya se comentó en el Capítulo precedente (1). En efecto, del total antes citado, 22,1 miles de millones de pesetas corresponden a los tres primeros meses del año. También se habló en el Capítulo anterior de la marcha de las emisiones de deuda amortizable, y lo único importante que destacar es el mantenimiento del tipo de interés al 6 por 100. El único fenómeno que resta digno de mención es el aumento de las emisiones del I. N. I. que, con 15,3 miles de millones de pesetas en 1972, duplicaron el nivel alcanzado el año precedente, resultado obtenido además tras una reducción de su tipo de interés del 7 por 100, en 1971, a 6,25 por 100, en 1972. El fenómeno se explica por los procedimientos particulares de colocación de estas emisiones, tema que se comentará más adelante.

Las **emisiones privadas** crecieron en conjunto en 1972 un 37,5 por 100, y el cuadro IV-9 muestra cuál fue el papel de sus diversos componentes en este crecimiento. Desde el punto de vista de la financiación del sector privado, en sentido estricto, y de las instituciones financieras incluidas en ese total, lo importante no es, sin embargo, el total de emisiones, sino el de aquellas que suponen una aportación de nuevos fondos. Las emisiones sin aportación de fondos han mostrado en los tres últimos años tendencia decreciente —véase el detalle de cifras en el cuadro VI-9, 3—, lo que indica que el crecimiento de las emisiones con aportación de fondos fue todavía más rápido que el del total de emisiones: 47,9 por 100, frente al 37,5 por 100 citado más arriba. Las emisiones de renta fija alcanzaron el fuerte incremento ya señalado en un párrafo anterior (75,2 por 100), pero las emisiones de acciones con aportación de fondos tuvieron un aumento (35,7 por 100) muy superior al antes reseñado, resultado de la exclusión de las emisiones sin aportación de fondos, con su tendencia decreciente.

Pero dentro de esos totales, la evolución de las emisiones realizadas por sociedades financieras y las realizadas por sociedades no financieras mostraron una evolución muy dispar. Las primeras se incrementaron de 15,3 miles de millones, en 1971, a 56,0, en 1972. Todos sus componentes contribuyeron a ello, pero, por su importancia, destaca el incremento sin precedentes de las emisiones de bonos de caja por la banca industrial, que se elevaron en 1972 a 21,6 miles de millones de pesetas. Las ampliaciones de capital fueron también un elemento muy dinámico, debido sobre todo a las realizadas por la banca y al importante número de nuevas sociedades de inversión constituidas. En menor escala, las participaciones de los fondos de inversión fueron asimismo expansivas. En cambio, las emisiones de sociedades no financieras con aportación de fondos se elevaron en 1972 a 98,4 miles de millones de pesetas, con aumento del 10,4 por 100 sobre el año anterior. La progresión de las emisiones netas de obligaciones (2), que habían disminuido en términos absolutos en 1971, fue importante (22,1 por 100), resultando muy moderada a su lado la de las emisiones de acciones (5 por 100). Como es tradicional, éstas siguieron representando, sin embargo, unos dos tercios del total recibido por el sector privado a través del mercado de valores.

(1) Véase Capítulo III, epígrafe 3.

(2) En cuanto a las cifras brutas de emisión y a las amortizaciones y conversiones, véase cuadro Apéndice 44.

La explicación de los fenómenos arriba reseñados no es fácil, puesto que la evolución del mercado español de capitales está condicionada ciertamente por la demanda de financiación de las sociedades emisoras, pero también, por las posibilidades de colocación, que, particu-

CUADRO IV-9

Emissiones privadas

	Variaciones relativas (a)			Emisiones netas (valores nominales)		
	1970	1971	1972	1970	1971	1972
	Porcentajes			Miles de millones de pesetas		
1. Emisiones totales (1+2)	— 2,5	— 6,1	37,5	126,8	119,1	163,8
Renta fija (neto)	4,5	—18,3	75,2	39,4	32,2	56,4
Renta variable	— 5,4	—	23,6	87,4	86,9	107,4
Sociedades financieras	—33,1	—19,8	213,4	23,2	18,6	58,3
Sociedades no financieras	8,6	— 3,0	5,0	103,6	100,5	105,5
2. Emisiones con aportación de fondos	2,0	— 4,7	47,9	109,5	104,4	154,4
Renta fija	4,5	—18,3	75,2	39,4	32,2	56,4
Renta variable	0,4	3,0	35,7	70,1	72,2	98,0
A. Sociedades financieras	—40,3	—23,5	266,0	20,0	15,3	56,0
Bonos de caja (Banca industrial) (neto)	7,1	—50,7	483,8	7,5	3,7	21,6
Acciones	71,2	2,3	114,2	13,1	13,4	28,7
Banca	25,5	7,8	121,7	6,4	6,9	15,3
Sociedades de inversión	137,0	1,5	95,3	6,4	6,5	12,7
Compañías de seguros	50,0	—	—	0,3	—	12,7
Participaciones (Fondos de inversión)	—	—	—	—0,6	—1,8	5,7
B. Sociedades no financieras	17,5	— 0,4	10,4	89,5	89,1	98,4
Obligaciones (neto)	3,9	—10,7	22,1	31,9	28,5	34,8
Acciones	26,6	5,2	5,0	57,6	60,6	63,6
3. Emisiones de acciones sin aportación de fondos	—23,8	—15,0	—36,0	17,3	14,7	9,4
Sociedades financieras	— 8,6	3,1	—30,3	3,2	3,3	2,3
Sociedades no financieras	—26,6	—19,1	—37,7	14,1	11,4	7,1

Véanse cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 44.

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.

larmente en el caso de las emisiones de renta fija, dependen en un grado muy elevado de la capacidad de suscripción de los inversores institucionales, determinada a su vez por los coeficientes de inversión que les sean aplicables y por el crecimiento de sus recursos pasivos. Así, un fenómeno tan importante como las emisiones de bonos de caja por la banca industrial se debió en buena parte a un cambio de preferencias mostrado por las cajas de ahorro, que, como se verá en el apartado siguiente, fueron los suscriptores de la casi totalidad de los bonos emitidos. Con una capacidad de inversión de títulos relativamente limitada y un nivel elevado de compra de bonos de caja y también de obligaciones del I. N. I., es lógico que su capacidad

de absorción de obligaciones emitidas por sociedades no financieras se viera restringida. Así la cifra de 1972, 34,8 miles de millones de pesetas, seguía siendo inferior a la del año 1968, en que se alcanzó un máximo histórico de 36,1 miles de millones de pesetas, diferencia que probablemente se explique en términos de la capacidad de inversión por las cajas de ahorro y que guardaría cierta relación con el fenómeno señalado en el epígrafe II de transformación de la financiación recibida por el sector privado hacia un mayor predominio de la obtenida en forma de crédito. Cabría también ver una explicación parcial de los fenómenos reseñados en la evolución de los tipos de interés a la emisión, recogida en el gráfico III-12 del Capítulo III. Estos muestran que el diferencial existente entre la rentabilidad de las emisiones de los bonos de caja y de las obligaciones industriales casi había desaparecido en el año 1972, fenómeno que explicaría el cambio de preferencia de las cajas y la consecuente transformación de las posibilidades de acceso al mercado de las sociedades no financieras.

III.2. La colocación de las emisiones.

Para evitar espinosos problemas de valoración de los títulos, el análisis de la colocación de las emisiones se realiza, al igual que el de las emisiones, en términos de valores nominales. En este sentido se ha podido progresar bastante en la obtención de datos sobre los movimientos, en términos nominales, de la cartera de las instituciones financieras. Estos son los datos que resume el cuadro IV-10, que, a diferencia del cuadro Apéndice 45, en que está

CUADRO IV-10

Colocación de las emisiones públicas y privadas

Valores nominales

Miles de millones de pesetas

	1 9 7 1					1 9 7 2				
	Fondos públicos, excepto I. N. I.	Obliga- ciones del I. N. I.	Bonos de caja	Obliga- ciones indus- triales	Acciones	Fondos públicos, excepto I. N. I.	Obliga- ciones del I. N. I.	Bonos de caja	Obliga- ciones indus- triales	Acciones
Exterior	—	—	—	—	13,8	—	—	—	—	14,4
Tesoro	—	—	—	—	5,0	—	—	—	—	(6,0)
I. N. I.	—	—	—	—	2,1	—	—	—	—	(5,0)
Seguridad Social . . .	— 0,5	— 0,1	0,1	— 0,9	0,3	(— 0,5)	(— 0,1)	(0,1)	(— 0,9)	(0,3)
Sistema crediticio . .	62,0	8,3	2,5	29,8	17,8	41,9	15,1	20,1	29,2	13,5
Otras instituciones fi- nancieras	0,9	0,1	—	(0,3)	5,0	(1,0)	(0,2)	—	(0,5)	(11,9)
Resto del mercado . .	— 1,3	— 1,3	(1,1)	(— 0,7)	42,9	(2,7)	(0,1)	(1,4)	(5,8)	(56,3)
Total	61,1	7,0	3,7	28,5	86,9	45,1	15,3	21,6	34,8	107,4

Basado en el cuadro Apéndice 45, que contiene cifras para 1969 y un mayor detalle de las de 1971 y 1972. A diferencia de dicho cuadro, en éste se han introducido estimaciones (cifras entre paréntesis) para los conceptos en que no se disponía de información exacta.

basado, incorpora estimaciones relativas a los conceptos para los que se carecía de información (1).

El esquema general de colocación de las emisiones realizadas en 1972 fue muy semejante al de años precedentes, dados los fuertes condicionamientos impuestos por las reglamentaciones existentes en materia de inversiones en valores por las instituciones financieras.

Las emisiones públicas fueron absorbidas casi en su totalidad por el sistema crediticio. En cuanto a las cédulas para inversiones, las causas son ya conocidas y el proceso se ha analizado anteriormente desde diversos puntos de vista. También fue el sistema crediticio, y más concretamente las cajas de ahorro, quien absorbió la mayor parte de las emisiones de deuda amortizable al 6 por 100. En principio, las cajas deben adquirir fondos públicos, con preferencia a obligaciones industriales, con cargo a su coeficiente de inversión en títulos de renta fija (45 por 100 de sus depósitos, a lo largo de todo 1972). En cuanto a las obligaciones del I. N. I., al igual que en los años anteriores, las cajas de ahorro absorbieron la casi totalidad de las emisiones nuevas.

De las importantes compras por las cajas de ahorro, en 1972, de emisiones de bonos de caja de bancos industriales —19,8 miles de millones sobre 21,6 emitidos— se ha hablado ya repetidas veces, incluso apuntando a su posible causa, la desaparición del diferencial de intereses netos en el momento de la emisión entre bonos de caja y obligaciones industriales. Este hecho —principal novedad del mercado de capitales en 1972—, sumado a las mayores compras por las cajas de fondos públicos de la administración central y de obligaciones del I. N. I., explica que las compras de obligaciones industriales por esas instituciones, que es tanto como decir las compras por todo el sistema crediticio, no llegaron a alcanzar el nivel absoluto del año precedente. En otros términos, el incremento en 1972 de la capacidad de absorción de títulos de renta fija por las cajas de ahorro, muy importante porque estaba determinado por el crecimiento, relativamente rápido, de sus depósitos, fue absorbido en su totalidad por los títulos citados en primer lugar. Esta es, como ya se apuntó, la causa más probable de que el crecimiento del volumen de emisiones de obligaciones industriales fuera en 1972 muy moderado. A falta de datos, solo cabe conjeturar sobre el destino del resto de esas emisiones, no suscrito por el sistema crediticio, diferencia que no fue muy importante en 1971, pero que tuvo algún

(1) Estos conceptos son bastantes en el año 1972. Las estimaciones consisten en una repetición de los datos de 1971, cuando no existía mejor alternativa, o en cálculos basados en lo que se sabe sobre la evolución global de las instituciones correspondientes. Al hablar de colocación de emisiones se compara el total de emisiones con los movimientos netos de las carteras de las instituciones para las que se conoce este dato. Por ello la colocación no se ha de interpretar como colocación de las emisiones precisamente realizadas en cada período, sino como colocación de un volumen neto, equivalente, de títulos de la misma clase. Esto explica que pueden aparecer cifras negativas para determinadas instituciones.

relieve en 1972. En principio, es de suponer que fue absorbida por particulares, cosa verosímil dado el contexto expansivo de la inversión en Bolsa en ese período (1).

En cuanto a las emisiones de acciones, su absorción por el sistema crediticio fue, tanto en términos absolutos como relativos, inferior a las cifras de 1971, fenómeno compensado por el hecho de que las inversiones por las sociedades y fondos de inversión mobiliaria se incrementaron bastante. De todos modos, el resto del mercado —particulares y empresas principalmente— aparece en 1972 como principal suscriptor, en medida mayor que la tradicional, lo que de nuevo es coherente con la evolución del mercado secundario y la reactivación de las inversiones en títulos como activo financiero alternativo a los depósitos.

III.3. El mercado secundario.

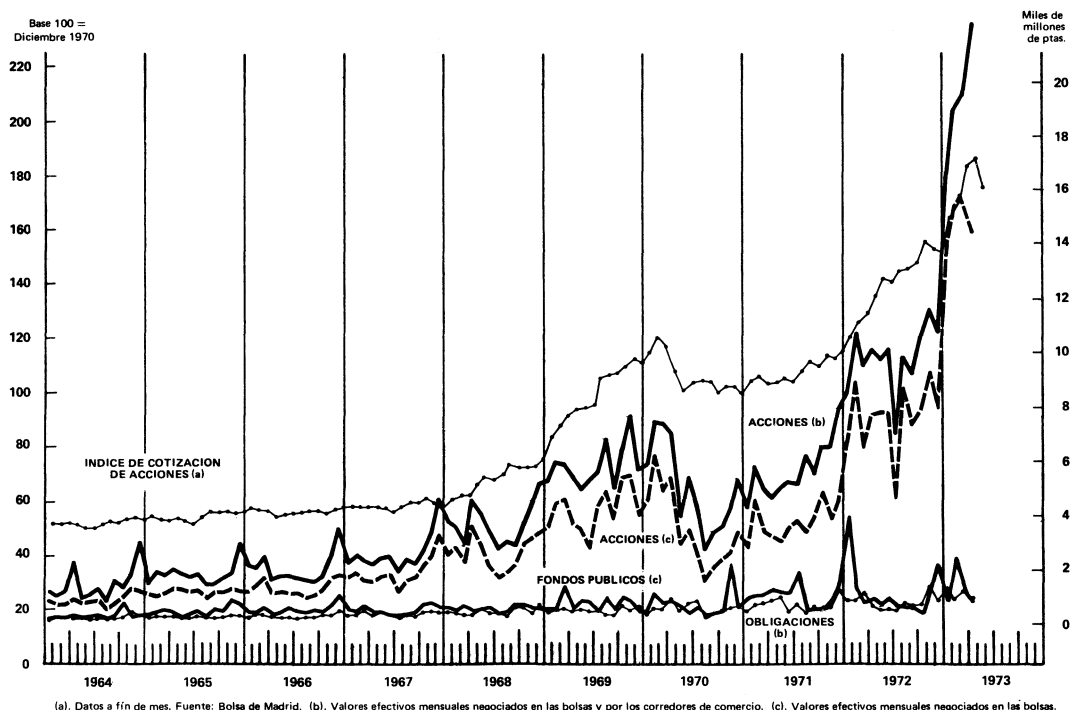
La evolución del mercado secundario de valores fue, a lo largo de 1972, sumamente expansiva. El índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid se elevó moderadamente a lo largo de 1971 (14,8 por 100), a pesar de un volumen de contratación con una tendencia francamente alcista —véase gráfico IV-5—, pero en los primeros meses de 1972 se asistió a una aceleración muy importante del primero, al tiempo que el segundo tendía a estabilizarse, si bien, es cierto, a un nivel excepcionalmente elevado. El alza parece fácilmente explicable en términos de un cambio general de expectativas que se produjo a principios de 1972, en conexión con los primeros signos claros de que la reactivación general de la economía estaba en marcha. Es indudable que las inversiones en Bolsa se habían estado aplazando a la espera de ese cambio de expectativas, y ello explicaría que el alza fuera tan intensa en la primera mitad de 1972 (31,3 por 100 hasta agosto). Las expectativas de mayores beneficios empresariales debieron desempeñar también un papel en esta actuación, pero en un mercado tan especulativo como la Bolsa española no es muy seguro que éste fuera el motor principal del alza. Las alzas de cotizaciones tendieron a perder fuerza en la segunda mitad del año, que registró incluso dos baches sucesivos, en septiembre el primero y en noviembre-diciembre el segundo, ligados probablemente a cambios transitorios de posición por quienes creían que el alza anterior había sido excesiva. Sin embargo, el movimiento alcista se reanudó en los primeros meses de 1973 con mayor fuerza si cabe (23,2 por 100, entre diciembre y abril), hasta que en mayo se dibujó una nueva flexión a la baja, de intensidad mucho mayor que las precedentes, y explicada quizás por las mismas causas: la idea, ampliamente extendida, de

(1) Conviene aquí aludir al hecho de que los otros dos grupos institucionales sometidos a reglas de inversión en títulos de renta fija muy similares a las de las cajas de ahorro —Seguridad Social y compañías privadas de seguros— se han caracterizado en el pasado reciente por su casi nula participación en el mercado. En el caso de las compañías privadas de seguros se trata de un reflejo de su escasa importancia y moderado crecimiento, mientras que en el de la Seguridad Social es más bien producto del abandono del sistema de capitalización con paso a uno de reparto, que ha llevado a que su participación neta en el mercado de valores sea casi nula en los últimos años.

que, como en 1969-70, el alza anterior había sido excesiva y tenía que llegar un momento en que se interrumpiera. Las oscilaciones citadas podrían tener explicaciones más concretas poco conocidas, pero sería en cambio aventurado ver en ellas un reflejo de las inflexiones por las

GRAFICO IV-5

Indice de cotizaciones de acciones y contratación mobiliaria



que pasó el proceso de expansión de las magnitudes monetarias. Ahora bien, lo que sí parece ofrecer pocas dudas es que la rápida expansión monetaria de 1971 y 1972 no fue en modo alguno ajena a la tónica francamente alcista de la Bolsa. En concreto, ésta parece la principal explicación del rápido crecimiento, ya presente en 1971, en momentos no muy eufóricos, del volumen de contratación de acciones, que, aun descontando el impacto sobre él del aumento de las cotizaciones, se situaba, en los primeros meses de 1973, a niveles absolutamente nuevos en el mercado de capitales español (1).

- (1) En los incrementos del volumen de contratación pueden haber jugado un papel factores de otra índole. La constitución de sociedades de inversión da lugar a una transferencia de carteras que se registra como contratación, proceso que ha adquirido particular intensidad en los dos últimos años. Por otra parte, dichas sociedades recurren ocasionalmente a la venta de sus títulos, seguida de su inmediata recompra, como forma de actualizar la valoración de su cartera, procedimiento que les impone menos restricciones en cuanto a fondos de reserva que una revalorización contable directa. Estas operaciones también parecen haber sido importantes en algunas fechas recientes.

IV. LA FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO

En un intento de lograr una presentación lo más completa posible de las cuentas financieras del sector público, se ofrece el cuadro IV-11, basado en una reelaboración de los cuadros de flujos financieros de las principales unidades que integran el sector público —Estado, organismos autónomos no comerciales, I. N. I., corporaciones locales y Seguridad Social (1)—.

CUADRO IV-11

Principales flujos financieros del sector público (a)

Variaciones absolutas netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
ACTIVOS FINANCIEROS	65,8	63,4	...
Variaciones en caja y depósitos (b)	7,0	12,0	...
Adquisición de obligaciones de empresas (neto)	0,7	— 0,7	...
Seguridad Social	0,8	— 0,7	...
Adquisición de acciones (neto)	11,9	10,5	...
Estado	4,3	5,0	...
I. N. I.	7,3	4,9	9,5
Seguridad Social	0,3	0,6	...
Préstamos a empresas privadas (neto)	1,8	2,6	...
Créditos y préstamos del I. N. I. (netos)	10,3	4,3	0,6
Dotaciones al crédito oficial (c)	15,5	22,4	18,0
Otros activos financieros (neto) (d)	18,5	12,3	...
PASIVOS	— 56,7	— 88,1	...
Emisiones netas	— 22,8	— 69,0	...
Estado	— 10,1	— 61,4	— 43,1
Organismos autónomos administrativos	—	—	—
I. N. I.	— 11,8	— 7,0	— 15,3
Corporaciones locales	0,1	0,3	—
(+) Enajenaciones de la Seguridad Social	— 1,0	— 0,9	...
Préstamos de instituciones financieras (neto) (e)	— 3,8	5,1	...
Posición neta del Tesoro en el Banco de España (f)	— 5,2	9,8	22,4
Traspaso al Tesoro del crédito del B. E. al I. N. I.	—	— 11,1	—
Otros pasivos financieros (neto) (g)	— 24,9	— 22,9	...
FINANCIACION NETA	9,1	— 24,7	...
Estado	2,2	— 26,8	0,8
Organismos autónomos administrativos	1,0	2,1	...
I. N. I.	1,1	— 0,1	1,7
Corporaciones locales	2,2	— 2,4	...
Seguridad Social	2,6	2,5	...

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

FUENTE: Los datos de este cuadro son una reelaboración de los cuadros de desarrollo de las Cuentas de las Administraciones Públicas (véanse Apéndices 49 a 63) y de los balances del I. N. I., completados con datos del balance del Banco de España.

- (a) Comprende: Estado, Organismos autónomos administrativos, I. N. I., Corporaciones locales y Seguridad Social. (b) Excluidas las del Estado, que se incluyen en la posición neta del Tesoro en el Banco de España. (c) Según I. C. O. (d) Principalmente, variación neta en los derechos pendientes de cobro. (e) Incluidos los créditos al I. N. I., del Banco de España, según balance de éste. (f) Según Banco de España. (g) Principalmente, variación neta en las obligaciones pendientes de pago.

- (1) No se incluyen en cambio, por falta de información, los organismos autónomos comerciales (vgr.: C. A. T. y F. O. R. P. P. A.) y otras empresas controladas por el Estado o las corporaciones locales.

que aparecen en el Apéndice de este Informe. La información no se presta fácilmente al análisis y tiene el grave defecto de resultar muy incompleta para el año 1972. De todas maneras, permite apreciar el considerable peso de la administración central en la evolución de esas cuentas y, exceptuando el I. N. I., la escasa entidad de los flujos financieros de las restantes unidades, reflejo todo ello del saldo neto de las operaciones no financieras de dichos agentes económicos (1).

El conjunto del sector público mostró en 1971 un importante déficit (24,7 miles de millones de pesetas), frente al superávit alcanzado en 1970, todo ello como resultado, básicamente, de la evolución de la administración central. Puesto que los principales flujos financieros brutos corresponden a esta última, se aplazará su comentario al párrafo siguiente. La información disponible para 1972 es muy fragmentaria y corresponde también casi toda a la Administración Central. Si se juzga por lo ocurrido en los años precedentes, es de suponer que en 1972 el conjunto del sector público mostró un pequeño superávit de un orden de magnitud parecido al de 1970. Dada la escasez de información, el análisis siguiente se limitará a las cifras de la Administración Central que aparecen recogidas en el cuadro IV-12 (2).

En el Capítulo II se analizó ya la evolución de las cuentas no financieras de la Administración Central y se comentó el hecho de que el considerable déficit del año 1971 (27,9 miles de millones de pesetas) dio paso en 1972 a un pequeño superávit (0,8 miles de millones de pesetas). Sobre las razones de estos hechos no se insistirá, pues. En cuanto a la forma en que esta evolución fue financiada, dos son los conceptos que explican fundamentalmente el cambio. Por una parte, el volumen neto de emisiones de deuda pública descendió de 61,4 miles de millones de pesetas, en 1971, a 43,1, en 1972, hecho que ya se comentó en el epígrafe anterior, en el que se ofrecieron datos sobre los componentes de este concepto. En orden de importancia sigue la evolución de las cuentas de la Administración Central con el Banco de España, donde se produjo una reducción del endeudamiento neto en 21,5 miles de millones de pesetas, frente a una disminución en 1971 —prescindiendo del traspaso de cuentas del I. N. I.— de 8,7 miles de millones de pesetas. La única partida restante que muestra algún cambio importante fueron las dotaciones al crédito oficial, que descendieron en 1972 a 18,0 miles de millones de pesetas (22,4 en 1971), descenso que no se debió tanto a la evolución de la actividad del crédito oficial como a que las cifras de 1971 fueron superiores a las necesidades del cré-

-
- (1) Esto último es aplicable incluso a la Seguridad Social, que, en años anteriores, había sido un elemento de cierto relieve dentro del mercado de capitales español. La Seguridad Social ha arrojado en los años 1970-71 un superávit muy pequeño, que contrasta con las cifras mucho más elevadas de los años precedentes, sobre todo de 1967, 1968 y 1969 (véase cuadro Apéndice 63). Esto se explica por el abandono del sistema de capitalización, practicado por estas instituciones hasta 1967, en favor de un sistema de reparto y, sobre todo, por los aumentos fuertes de las prestaciones en los últimos dos años. Pese a los recientes incrementos en las contribuciones de empresas y particulares a la Seguridad Social, no es de esperar que vuelvan a surgir superávits importantes, ya que probablemente las prestaciones seguirán un crecimiento semejante.
 - (2) Estas cifras, elaboradas por el Banco de España, no coinciden exactamente con las que sirvieron de base al cuadro IV-11.

dito oficial en aquel año. La coexistencia, tanto en 1971 como en 1972, de un volumen importante de emisiones, con disminución notable del endeudamiento de la Administración Central en el Banco de España, es el reflejo de la actuación restrictiva del sector público en el terreno monetario, que se estudió en el epígrafe 3 del Capítulo III.

CUADRO IV-12

Financiación de la Administración Central

Variaciones absolutas netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
Activos financieros (neto)	3,7	4,0	5,0
Dotaciones al crédito oficial	15,5	22,4	18,0
Emisiones de deuda (neto)	— 10,1	— 61,4	— 43,1
Emisiones brutas	— 22,3	— 68,2	— 47,5
Amortizaciones	12,2	6,8	4,4
Préstamos exteriores (neto)	0,3	— 1,6	— 0,6
Préstamos brutos	— 0,6	— 2,2	— 2,5
Amortizaciones	0,9	0,6	1,9
Recurso neto al Banco de España	— 6,2	— 2,4	21,5
Emisión de moneda metálica	— 1,0	— 1,1	— 0,9
Otros conceptos	— 5,2	9,8	22,4
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	— 11,1	—
Crédito al I. N. I.	—	11,1	—
FINANCIACION NETA	— 3,2	— 27,9	0,8

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

Véanse cifras más detalladas y notas en los cuadros Apéndices 64 y 65.

V. LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO

Al igual que en el Informe anterior, se recoge en el cuadro IV-13 un resumen de todos los flujos financieros correspondientes al sector privado que pueden identificarse a través de las cuentas del sistema financiero, del sector público y de la balanza de pagos. El cuadro que se presenta en esta ocasión es más completo que el realizado en el Informe anterior, pero ese mayor detalle impide presentar una trimestralización de las cifras, como se hizo en el ejercicio pasado. El cuadro tiene todavía lagunas y defectos —véanse notas al mismo—, pero engloba los principales flujos financieros de este sector, que incluye, según se expresó al principio de este Capítulo, tanto las economías domésticas como las empresas, incluidos entre éstas los intermediarios financieros de los que se carece de información separada.

En el año 1972, el sector privado, tal como antes se definió, obtuvo por tercer año consecutivo un saldo financiero positivo (34,9 miles de millones de pesetas), pero de cuantía mucho menor al del año 1971 (62,9 miles de millones de pesetas). Este cambio se concentró en el saldo neto

de las operaciones financieras de renta fija, cuyo importe pasó de 94,8 miles de millones de pesetas, en 1971, a 49,3, en 1972, evolución motivada tanto por una desaceleración del crecimiento de los activos de renta fija como por una aceleración de las cuentas pasivas. Comparando los flujos del año 1972 con los de 1971 (1), se observa que los activos financieros de

CUADRO IV-13

Principales flujos financieros del sector privado

Variaciones absolutas netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
ACTIVOS FINANCIEROS	330,8	491,9	642,6
Activos de renta fija	296,9	451,8	586,3
Disponibilidades líquidas	255,7	465,7	563,3
Depósitos de importadores	23,8	— 25,7	—
Depósitos en cooperativas	3,9	7,4	8,9
Créditos a largo plazo al extranjero	3,9	6,6	6,1
Títulos de renta fija	9,6	— 2,2	10,0
Fondos públicos	— 5,0	— 2,6	2,8
Bonos de caja	5,4	1,1	1,4
Obligaciones	9,2	— 0,7	5,8
Activos de renta variable (a)	33,9	40,1	56,3
PASIVOS	— 324,4	— 429,0	— 607,7
Pasivos de renta fija	— 252,7	— 357,0	— 537,0
Créditos del sistema crediticio	— 186,6	— 265,4	— 428,4
Otras cuentas del sistema crediticio	9,2	— 25,0	— 19,3
Crédito y otras cuentas de cooperativas	— 2,4	— 3,5	— 5,3
Créditos extranjeros a largo plazo	— 31,0	— 16,3	— 23,8
Inversiones extranjeras en inmuebles (b)	— 10,0	— 18,3	— 25,4
Obligaciones emitidas (c)	— 31,9	— 28,7	— 34,8
Acciones emitidas (a) (c)	— 71,7	— 72,0	— 70,7
FINANCIACION NETA	6,4	62,9	34,9
Renta fija	44,2	94,8	49,3
Renta variable (a)	— 37,8	— 31,9	— 14,4

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

Toda la información de este cuadro se basa en la imputación al sector privado de flujos financieros resultantes de las cuentas del sistema crediticio, de otras instituciones financieras, del mercado de capitales, del sector público y del sector exterior (véanse cuadros IV-1, 5, 9, 10 y 14). Solo se han recogido las partidas que ofrecían pocas dudas, omitiéndose bastantes otras, de importancia menor, referentes sobre todo a las otras instituciones financieras, al sector público y al sector exterior, que en futuras versiones más refinadas de este cuadro habrá que considerar.

(a) Valores nominales. Incluye acciones emitidas por el propio sector privado. (b) Incluidas aquí por simetría con el tratamiento tradicional de estas operaciones en la balanza de pagos, donde se consideran inversiones financieras. (c) Adquiridas por el propio sector privado o por los restantes sectores, incluidas las instituciones financieras.

- (1) Todos los porcentajes que siguen se basan en comparar los flujos de un año con los del año precedente y no con los saldos de finales del año anterior, como se había hecho, en general, en el resto de este Capítulo. La razón está en que no se dispone sistemáticamente de las cifras de saldos para todas las cifras englobadas en el cuadro. De este modo, los porcentajes difieren muy sustancialmente de los que se analizaron en otros lugares de este Capítulo.

renta fija crecieron en 1972 un 29,8 por 100, frente al 52,1 por 100 de 1971, siendo la principal causa explicativa de esta evolución el que las disponibilidades líquidas aumentaron un 20,9 por 100, en 1972, frente al 82,1 por 100, en 1971. Por el contrario, los pasivos de renta fija crecieron en 1972 un 50,4 por 100, por encima del 41,3 por 100 de 1971. De nuevo fueron los créditos del sistema crediticio los que fundamentalmente explican esta evolución, ya que su aumento pasó de 42,2 por 100, en 1971, a 61,4 por 100, en 1972. Aunque los restantes flujos financieros de renta fija no son muy importantes, merece la pena señalar que la variación de los restantes activos de renta fija, que en 1971 había sido negativa, se transformó en 1972 en cifras positivas de alguna consideración. En cambio, los restantes flujos financieros de renta fija pasivos se mantuvieron en 1972 a un nivel parecido al de 1971. La posición neta correspondiente a instrumentos financieros de renta variable, tradicionalmente negativa, experimentó en 1972 una mejora, explicada por el hecho de que el volumen de acciones emitidas, que incluye las emisiones sin aportación de fondos, disminuyó, mientras que el de títulos de renta variable suscritos por el sector privado aumentó fuertemente. En conjunto, la disminución del saldo financiero del sector privado ha de interpretarse como resultado del proceso de reactivación económica a que se asistió en dicho año, ya que un saldo de la magnitud de la del año 1971 era muy anormal. Sin embargo, es muy difícil, por el momento, intentar vincular la evolución del saldo neto de las operaciones financieras con el correspondiente superávit de transacciones corrientes y de capital que debería resultar de la contabilidad nacional. Por otra parte, aquel saldo ha de tener como contrapartida un endeudamiento neto del resto de los sectores. Aunque tampoco aquí es posible una reconciliación total de las cifras, al menos sí se vislumbra la contrapartida de ese movimiento. El excepcional superávit del año 1971 tuvo como contrapartidas el gran déficit en que incurrió el sector público en dicho año, ya analizado en el epígrafe anterior, y el superávit de la balanza corriente de pagos que, al integrarse en la contabilidad nacional, aparece como cuenta del sector exterior y ha de interpretarse como déficit del extranjero. La disminución del superávit del sector privado en el año 1972 aparece como contrapartida de la presumible transformación del déficit del conjunto del sector público en un pequeño superávit y de la disminución del superávit de la balanza de pagos corriente.

VI. FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR

Este análisis no estaría completo sin introducir en él las cuentas financieras de la economía con el exterior, es decir, la cuenta de capital de la balanza de pagos. Se ha de hacer observar que la integración de esta cuenta en el esquema de flujos de fondos ha de interpretarse no como la balanza de pagos de España con el extranjero, sino como la balanza de pagos del extranjero con España, es decir, invirtiendo el signo de todas las cuentas (1). El cuadro IV-14

(1) De hecho, como en la balanza de pagos es tradicional una presentación contable que muestra los incrementos activos como cifras negativas, al contrario de lo que se ha hecho con los cuadros de flujos financieros antes analizados, resulta que los signos tradicionales de la balanza de capitales puede mantenerse sin problemas, siempre que no se olvide la interpretación antes señalada.

recoge los principales epígrafes de las cuentas de capital de la balanza de pagos expresada en pesetas y con una ordenación de las partidas que difiere de la tradicional (véase cuadro Apéndice 67). La razón de esta distinta presentación es que, en este caso, se ha pretendido poner de relieve la interconexión de esta cuenta de capital con las restantes cuentas financieras presentadas en este Capítulo. Dado que la mayor parte de los conceptos han sido objeto ya de análisis (1), no se comentará este cuadro, que se presenta básicamente como última pieza necesaria para cerrar y hacer consistente el esquema de cuadros de flujos de fondos.

CUADRO IV-14

Operaciones financieras del extranjero con España

Variaciones absolutas netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
Capital privado a largo plazo	48,8	42,1	59,4
Valores	11,7	14,1	16,3
Inversiones en inmuebles	10,0	18,3	25,4
Créditos	27,1	9,7	17,7
De España al extranjero	— 3,9	— 6,6	— 6,1
Del extranjero a España	31,0	16,3	23,8
Capital público	— 1,5	— 7,1	— 0,2
Sistema crediticio	— 56,9	— 88,1	— 93,7
Reserva	— 63,4	— 100,9	— 96,4
Revalorización de las reservas (a)	—	—	— 8,1
Contrapartida de D. E. G.	2,9	2,9	2,9
Pesetas convertibles	3,6	9,9	5,3
Circular 242 . . . . .	..	..	2,6
Capital a corto	4,2	— 6,8	— 8,3
Operaciones a corto plazo	—	—	— 5,6
Errores y omisiones	4,2	— 6,8	— 2,7
FINANCIACION NETA	— 5,4	— 59,9	— 42,8

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

Este cuadro, salvo cambios formales en su presentación, resulta de convertir a pesetas la cuenta de capital de la balanza de pagos, recogida en el cuadro Apéndice 67, pero ha de interpretarse como cuenta de las operaciones financieras del extranjero con España (véase texto).

(a) Contrapartida de aquella parte de la variación de las reservas centrales explicada por cambios de su valoración en pesetas derivados de reajustes de paridades.

- (1) Por lo que se refiere a las cuentas de capital privado a largo plazo y de capital público, en el Capítulo II, al comentar los cuadros II-24 y II-29, se han expuesto ya los principales hechos. En lo que se refiere a las operaciones de la banca con el exterior, también se ha tratado del tema en el epígrafe I.4. de este Capítulo, centrado en el cuadro IV-5. Cabe señalar aquí, sin embargo, que las cifras del cuadro IV-5 procedentes del balance de la banca, siendo muy similares a las que figuran en el cuadro IV-14, no son coincidentes, ya que las de éste proceden del registro de caja del I. E. M. E. y existen desfases contables y algunas diferencias de conceptos entre ambas fuentes.

APENDICE ESTADISTICO

1. Producto y gastos nacionales, en pesetas corrientes y de 1964. 1962-1972.
2. Producto y gastos nacionales. Tasas de crecimiento. 1962-1972.
3. P. I. B. a coste de los factores, en pesetas corrientes y de 1964. 1962-1972.
4. P. I. B. a coste de los factores. Tasas de crecimiento. 1962-1972.
5. Renta Nacional. Composición porcentual. 1962-1972.
6. Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes. 1962-1972.
7. Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos. 1962-1972.
8. Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones. 1962-1972.
9. Precios de los componentes del P. N. B. 1962-1972.
10. Sector primario. Composición del valor de la producción total. 1962-1973.
11. Sector primario. Principales producciones físicas. 1962-1973.
12. Producción Industrial. Indices medios anuales por grupos. 1962-1972.
13. Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores. 1962-1972.
14. Población activa. Principales componentes. 1962-1972.
15. Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa. 1963-1972.
16. Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas. Medias anuales de los principales sectores. 1963-1972.
17. Salarios. Agrícolas e industriales. Medias anuales. 1963-1972.
18. Coste de la vida. General y componentes. Medias anuales. 1962-1972.
19. Precios al por mayor. General y principales componentes. Medias anuales. 1962-1973.
20. Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor, y su índice de paridad. 1964-1972.
21. Balance consolidado del sistema crediticio. 1970-1972.
22. Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria. 1970-1972.
23. Balance ajustado de la banca. 1970-1972.
24. Balance ajustado de la banca comercial. 1970-1972.
25. Balance ajustado de la banca industrial. 1970-1972.
26. Balance consolidado de las instituciones de ahorro. 1970-1972.
27. Balance consolidado del crédito oficial. 1970-1972.
28. Crédito al sector privado clasificado por plazos y circuitos. 1970-1972.
29. Base monetaria. 1962-1973.
30. Activos líquidos del sistema bancario. 1962-1973.
31. Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas. 1962-1973.
32. Sistema crediticio. Oferta monetaria. 1962-1973.
33. Sistema crediticio. Efectivo en manos del público. 1962-1973.
34. Sistema crediticio. Depósitos a la vista. 1962-1973.
35. Sistema crediticio. Depósitos de ahorro. 1962-1973.

36. Sistema crediticio. Depósitos a plazo y de ahorro vinculados. 1962-1973.
37. Banca: Total de depósitos. 1962-1973.
38. Cajas de ahorro. Total de depósitos. 1962-1973.
39. Sistema crediticio. Crédito al sector privado. 1962-1973.
40. Banca: Crédito al sector privado. 1962-1973.
41. Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado. 1962-1973.
42. Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado. 1962-1973.
43. Emisiones públicas. 1968-1973.
44. Emisiones privadas. 1968-1973.
45. Colocación de emisiones, públicas y privadas. 1970-1972.
46. Presupuesto consolidado de las administraciones públicas. 1972-1973.
47. Presupuesto de la Administración Central. 1969-1973.
48. Presupuestos de organismos autónomos, corporaciones locales y Seguridad Social. 1972-1973.
49. Administraciones públicas: Cuentas de ingresos y gastos. 1962-1972.
50. Administraciones públicas: Cuenta de capital. 1962-1972.
51. Administraciones públicas: Cuenta financiera. 1962-1972.
52. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
53. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de capital. 1962-1972.
54. Administraciones públicas. Estado. Cuenta financiera. 1962-1972.
55. Administraciones públicas. Organismos autónomos administrativos. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
56. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta de capital. 1962-1972.
57. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta financiera. 1962-1972.
58. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
59. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta de capital. 1962-1972.
60. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta financiera. 1962-1972.
61. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
62. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de capital. 1962-1972.
63. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta financiera. 1962-1972.
64. Administración Central: Financiación. 1968-1972.
65. Administración Central: Financiación. Cifras trimestrales. 1971-1972.
66. Reservas internacionales. 1961-1972.
67. Balanza de pagos. 1962-1972.
68. Nuevos tipos de cambio.
69. Principales medidas tomadas desde enero de 1972 sobre cambios y movimientos de capital.
70. Principales medidas de política monetaria adoptadas en el período enero-mayo de 1973.

Producto y gasto nacionales

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
P. N. B. a precios de mercado	816,7	963,9	1.088,0	1.287,0	1.477,0	1.632,2	1.804,9	2.010,5	2.252,4	2.541,1	2.950,2
Importaciones de bienes y servicios	101,4	127,5	147,7	196,0	234,0	236,6	282,2	338,1	383,6	410,4	517,1
Recursos=Empleos	918,1	1.091,4	1.235,7	1.483,0	1.711,4	1.868,8	2.087,1	2.348,6	2.636,0	2.915,5	3.467,3
Consumo privado	556,6	668,0	743,1	887,0	1.013,0	1.140,0	1.250,7	1.378,9	1.522,2	1.707,4	1.972,0
Consumo público	70,2	86,2	94,1	112,2	133,3	166,9	187,0	214,3	249,5	286,0	323,2
Formación bruta de capital fijo	170,0	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,0	481,5	498,5	} 659,7 (c)
Variación de existencias	29,3	32,8	22,9	43,7	55,0	33,6	37,2	41,2	39,8	43,0	
Exportaciones de bienes y servicios	92,0	101,4	130,8	145,4	175,3	181,4	235,2	273,3	343,0	416,6	512,4

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
P. N. B. a precios de mercado	940,3	1.024,1	1.088,0	1.166,2	1.260,6	1.314,1	1.388,6	1.494,0	1.583,8	1.657,3	1.781,6
Importaciones de bienes y servicios	105,8	130,5	147,7	188,7	216,7	212,0	225,5	261,1	276,2	277,9	333,5
Recursos=Empleos	1.046,1	1.154,6	1.235,7	1.354,9	1.477,3	1.526,1	1.614,1	1.755,1	1.860,0	1.935,2	2.115,1
Consumo privado	639,3	711,4	743,1	794,9	854,0	908,4	946,5	1.012,5	1.052,1	1.087,4	1.158,1
Consumo público	84,6	92,7	94,1	100,6	103,3	110,3	114,8	121,1	132,4	140,8	147,1
Formación de capital fijo	190,7	212,5	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	383,7	376,5	} 469,3 (c)
Variación de existencias	31,0	33,7	22,9	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	34,3	
Exportaciones de bienes y servicios	100,5	104,3	130,8	134,3	153,9	156,2	190,7	216,4	258,7	296,2	340,6

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

Producto y gasto nacionales. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
P. N. B. a precios de mercado	15,6	18,0	12,9	18,3	14,8	10,5	10,6	11,4	12,0	12,8	16,1
Importaciones de bienes y servicios	37,0	25,7	15,8	32,7	19,4	1,1	19,3	19,8	13,5	7,0	26,0
Recursos=Empleos	17,6	18,9	13,2	20,0	15,4	9,2	11,7	12,5	12,2	12,0	17,5
Consumo privado	14,6	20,0	11,2	19,4	14,2	12,5	9,7	10,2	10,4	12,2	15,5
Consumo público	14,7	22,8	9,2	19,2	18,8	25,2	12,0	14,6	16,4	14,6	13,0
Formación bruta de capital fijo	18,1	19,4	20,6	20,4	13,6	3,6	8,7	17,0	9,2	3,5	21,8 (c)
Variación de existencias . . . . .	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios	18,7	10,2	29,0	11,2	20,6	3,5	29,7	16,2	25,5	21,5	23,0

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
P. N. B. a precios de mercado	9,5	8,9	6,2	7,2	8,1	4,2	5,7	7,6	6,0	4,6	7,5
Importaciones de bienes y servicios	34,4	23,3	13,2	27,8	14,8	— 2,2	6,4	15,8	5,8	0,6	20,0
Recursos=Empleos	11,6	10,4	7,0	9,7	9,0	3,3	5,8	8,7	6,0	4,0	9,3
Consumo privado	9,2	11,3	4,5	7,0	7,4	6,4	4,2	7,0	3,9	3,4	6,5
Consumo público	7,1	9,6	1,5	6,9	2,7	6,8	4,1	5,5	9,3	6,4	4,5
Formación bruta de capital fijo	11,7	11,4	15,2	15,7	11,1	1,7	2,7	12,3	3,8	— 1,9	16,0 (c)
Variación de existencias . . . . .	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios	13,4	3,8	25,4	2,7	14,6	1,5	22,1	13,5	19,5	14,5	15,0

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-64) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

(a) Provisional.

(b) Aproximado.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

Producto interior bruto a coste de los factores

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
Agricultura, silvicultura y pesca	175,8	204,7	186,7	215,5	241,0	243,5	271,6	274,2	280,3	316,5	346,9
Industria	271,8	321,8	379,8	433,3	488,0	523,7	573,8	658,6	740,9	804,2	943,3
Industrias extractivas	11,0	12,6	14,2	16,2	16,6	16,7	18,2	19,5	20,3	22,2	...
Industrias manufactureras	209,0	244,1	288,2	327,8	371,4	399,1	434,3	496,4	560,0	606,6	...
Agua, gas y electricidad	17,0	19,2	22,0	24,9	28,3	29,6	33,4	40,6	48,2	55,7	...
Construcción y obras públicas	34,8	45,9	55,3	64,4	71,7	78,3	87,9	102,1	112,4	119,7	136,0
Servicios	315,1	373,8	448,0	549,5	643,6	746,8	835,8	927,8	1.061,1	1.218,7	1.430,8
Transportes y comunicaciones	46,3	53,5	62,0	74,8	85,7	97,8	110,7	124,3	145,1	166,2	...
Comercio al por mayor y menor	77,3	89,9	108,9	143,9	168,1	187,4	205,2	228,8	259,6	302,0	...
Banca, seguros e inmobiliarias	26,9	34,0	40,6	51,2	60,4	70,1	79,0	84,0	98,1	110,2	...
Propiedad de viviendas	26,1	29,2	35,5	41,2	46,5	59,6	72,3	74,3	79,8	87,0	...
Administración pública y defensa	44,4	50,9	57,1	66,6	82,3	102,3	116,8	133,9	150,0	169,1	...
Enseñanza	10,0	13,3	15,8	18,9	22,8	27,8	33,4	40,8	48,3	56,8	...
Hostelería y similares	24,8	32,6	44,9	53,4	64,1	72,6	79,7	88,6	102,0	121,2	...
Otros servicios (c)	59,3	70,4	83,2	99,5	113,7	129,2	138,7	153,1	178,2	206,2	...
TOTAL	762,7	900,3	1.014,5	1.198,3	1.372,6	1.514,0	1.681,2	1.860,6	2.082,3	2.339,4	2.721,0

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
Agricultura, silvicultura y pesca	193,6	211,1	186,7	190,3	204,7	208,3	222,3	219,7	224,9	239,3	241,2
Industria	298,9	335,4	399,8	415,7	464,3	474,6	503,1	560,6	596,8	620,3	686,7
Industrias extractivas	13,2	13,8	14,2	15,5	15,5	15,0	15,4	16,5	14,8	14,9	...
Industrias manufactureras	226,2	253,0	288,3	315,2	347,0	363,7	384,4	427,2	459,2	479,2	...
Agua, gas y electricidad	17,2	19,4	22,0	24,4	27,0	27,8	30,6	36,8	40,3	44,4	...
Construcción y obras públicas	42,0	49,2	55,3	60,6	64,8	68,1	72,7	80,1	82,5	81,6	88,2
Servicios	381,6	407,8	448,0	485,6	518,3	547,3	576,4	611,5	651,2	682,9	734,1
Transporte y comunicaciones	51,1	55,5	62,0	70,0	75,5	81,4	87,6	94,4	103,1	109,3	...
Comercio al por mayor y menor	95,0	100,7	108,9	117,6	126,3	130,8	137,5	147,0	156,2	161,9	...
Banca, seguros e inmobiliarias	32,0	35,1	40,6	45,2	50,5	54,8	58,4	60,5	64,3	68,2	...
Propiedad de viviendas	28,9	31,0	35,5	37,3	39,0	46,0	52,3	53,0	54,3	55,9	...
Administración pública y defensa	54,3	56,1	57,1	58,4	59,5	61,0	62,8	66,4	68,3	70,0	...
Enseñanza	12,1	14,1	15,8	17,2	18,5	19,5	21,5	24,8	26,7	28,4	...
Hostelería y similares	30,8	36,1	44,9	49,2	54,0	56,5	59,1	63,3	68,4	74,2	...
Otros servicios (c)	77,4	79,2	83,2	90,7	95,0	97,3	97,2	102,1	109,9	115,0	...
TOTAL	874,1	954,3	1.014,5	1.091,6	1.177,3	1.230,2	1.301,0	1.391,8	1.472,9	1.542,5	1.661,3

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

Producto interior bruto a coste de los factores. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
Agricultura, silvicultura y pesca	15,4	16,4	— 8,8	15,4	11,8	1,0	11,5	0,9	2,2	12,9	9,6
Industria	15,2	18,4	18,0	14,1	12,6	7,3	9,6	14,8	12,5	8,5	17,3
Industrias extractivas	2,8	14,5	12,7	14,1	2,5	0,6	9,0	7,1	4,1	9,4	...
Industrias manufactureras	13,6	16,8	18,1	13,7	13,3	7,5	8,8	14,3	12,8	8,3	...
Agua, gas y electricidad	11,8	12,9	14,6	13,2	13,7	4,6	12,8	21,6	18,7	15,6	...
Construcción y obras públicas	32,8	31,9	20,5	16,5	11,3	9,2	12,3	16,2	10,1	6,5	13,6
Servicios	16,9	18,6	19,9	22,7	17,1	16,0	11,9	11,0	14,4	14,9	17,4
Transportes y comunicaciones	10,9	15,6	15,7	20,8	14,5	14,1	13,2	12,3	16,7	14,5	...
Comercio al por mayor y menor	23,3	16,3	21,2	32,1	16,8	11,4	9,6	11,5	13,5	16,3	...
Banca, seguros e inmobiliarias	19,0	26,5	19,2	26,1	18,1	16,1	12,7	6,3	16,8	12,3	...
Propiedad de viviendas	21,2	12,0	21,5	16,0	13,1	28,2	21,3	2,8	7,4	9,0	...
Administración pública y defensa	12,5	14,7	12,2	16,7	23,5	24,3	14,1	14,6	12,0	12,7	...
Enseñanza	14,3	33,0	18,8	19,6	20,6	21,9	20,1	22,2	18,4	17,6	...
Hostelería y similares	29,5	31,5	37,8	18,9	20,1	13,3	9,6	11,2	15,1	18,8	...
Otros servicios (c)	10,2	18,7	18,2	19,6	14,3	13,6	7,4	10,4	16,4	15,7	...
TOTAL	15,9	18,0	12,7	18,1	14,5	10,3	11,0	10,7	11,9	12,3	16,3

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
Agricultura, silvicultura y pesca	7,5	9,0	— 11,6	1,9	7,6	1,8	6,7	— 1,2	2,4	6,4	0,8
Industria	11,5	12,2	13,2	9,5	9,3	4,5	6,0	11,4	6,5	3,9	10,7
Industrias extractivas	— 1,5	4,5	2,9	9,2	...	— 3,2	2,7	7,1	— 10,3	0,7	...
Industrias manufactureras	10,9	11,8	14,0	9,3	10,1	4,8	5,7	11,1	7,5	4,4	...
Agua, gas y electricidad	10,1	10,9	13,4	10,9	10,7	3,0	10,1	20,3	9,5	10,2	...
Construcción y obras públicas	21,0	17,1	12,4	9,6	6,9	5,1	6,8	10,2	3,0	— 1,1	8,0
Servicios	9,0	6,9	9,9	8,4	6,7	5,6	5,3	6,1	6,5	4,9	7,5
Transportes y comunicaciones	6,2	8,6	11,7	12,9	7,9	7,8	7,6	7,8	9,2	6,0	...
Comercio al por mayor y menor	13,9	6,0	8,1	8,0	7,4	3,6	5,1	6,9	6,3	3,6	...
Banca, seguros e inmobiliarias	11,5	9,7	15,7	11,3	11,7	8,5	6,6	3,6	6,3	6,1	...
Propiedad de viviendas	14,2	7,3	14,5	4,8	4,8	17,9	13,7	1,3	2,5	2,9	...
Administración pública y defensa	2,8	3,3	1,8	2,3	1,9	2,5	3,0	5,7	2,9	2,5	...
Enseñanza	7,1	16,5	12,1	8,9	7,6	5,4	10,3	15,3	7,7	6,4	...
Hostelería y similares	19,8	17,2	24,4	9,6	9,8	4,6	4,6	7,1	9,1	8,5	...
Otros servicios (c)	3,7	2,3	5,1	9,0	4,7	2,4	— 0,1	5,0	7,6	4,6	...
TOTAL	9,5	9,2	6,3	7,6	7,9	4,5	5,8	6,3	5,8	4,7	7,7

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1961-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1971).

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

Renta nacional. Composición porcentual

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972
Remuneración de los asalariados...	52,2	53,5	54,5	54,0	55,4	57,7	56,5	57,9	58,6	59,2	...
Rentas de la propiedad y la empresa, de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	36,7	36,9	36,7	36,7	35,9	35,1	34,9	33,8	32,6	31,9 (b)	...
Ahorro de las sociedades	6,8	5,8	5,9	5,4	5,1	3,5	4,6	4,4	4,5	4,8	...
Impuestos directos sobre las socie- dades	3,7	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1	3,0	3,2	3,2	3,3	...
Rentas de la propiedad y la empresa de las administraciones públicas ..	1,6	1,1	1,5	1,6	1,3	1,5	2,0	1,8	2,2	1,5	...
Menos: Intereses de la deuda pú- blica	—0,9	—0,7	—0,8	—0,8	—0,7	—0,7	—0,8	—0,9	—0,9	—0,7	...
Menos: Intereses de la deuda de los consumidores	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,2	—0,2	—0,2	—0,2	...	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	...

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1971).

(a) Provisional.

(b) Deducidos los intereses de la deuda de los consumidores.

Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972
Productos alimenticios	253,0	297,3	338,1	392,3	445,1	475,0	511,6	551,6	608,1	676,9	...
Vestido y otros efectos personales	70,6	84,5	100,6	120,3	136,4	153,6	166,3	182,5	205,7	228,6	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	35,9	41,3	49,4	57,0	64,9	82,7	103,7	109,3	117,7	127,9	...
Bienes de consumo duradero	40,8	57,0	65,4	82,9	93,8	105,0	112,1	123,1	132,5	145,5	...
Otros bienes y servicios	156,3	187,8	189,7	234,5	272,7	323,7	357,0	412,3	458,2	528,5	...
TOTAL	556,6	667,9	743,2	887,0	1.012,9	1.140,0	1.250,7	1.378,8	1.522,2	1.707,4	...

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972
Productos alimenticios	45,5	44,5	42,7	41,4	40,9	39,2	38,3	37,6	40,0	39,6	...
Vestido y otros efectos personales	12,7	12,7	13,0	13,0	12,9	13,0	12,8	12,7	13,5	13,4	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	6,4	6,2	6,5	6,2	6,2	7,1	8,1	7,8	7,7	7,5	...
Bienes de consumo duradero	7,3	8,5	8,7	9,3	9,2	9,2	8,9	8,8	8,7	8,5	...
Otros bienes y servicios	28,1	28,1	29,1	30,1	30,8	31,5	31,9	33,1	30,1	31,0	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	...

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1971).

(a) Provisional.

Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos

	Financiación en pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas					
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972		
Financiación por las administraciones públicas	38,7	36,5	51,2	57,4	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	102,7	...		
Financiación por las sociedades, empresas individuales, economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	159,8	184,9	213,8	248,2	287,0	261,5	310,3	346,4	416,1	481,6	...		
Ahorro de las sociedades públicas y privadas	48,5	49,2	55,8	60,2	64,4	49,5	71,9	75,1	85,0	102,6	...		
Ahorro de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	58,4	77,0	90,3	108,6	128,8	103,9	116,2	129,4	168,1	193,0	...		
Amortización y otras previsiones de explotación	52,9	58,7	67,7	79,4	93,8	108,1	122,2	141,9	163,0	186,0	...		
Financiación por el resto del mundo	0,8	14,5	2,7	32,8	38,1	36,0	25,9	38,0	8,5	42,7	...		
Préstamo neto a la nación	—	3,0	11,1	—	2,0	29,4	33,8	28,3	16,9	27,5	—	58,4	...
Transferencias netas de capital a la nación	3,8	3,4	4,7	3,6	4,3	7,7	9,0	10,5	13,5	15,7	
TOTAL	199,3	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	521,3	541,6	...		

	Clasificación por productos en pesetas de 1964							Miles de millones de pesetas			
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972
Formación bruta de capital fijo	190,5	212,6	244,9	283,3	314,7	320,1	328,9	369,5	383,7	376,5	...
Viviendas	53,3	55,7	63,0	61,0	59,6	52,8	57,2	62,6	61,3	57,8	...
Resto de construcción, incluidos terrenos	49,8	61,5	73,9	82,1	91,7	106,9	109,4	117,4	123,5	125,3	...
Material de transporte y diversos	87,4	95,4	108,0	140,2	163,4	160,4	162,3	189,5	198,9	193,4	...
Variación de existencias	31,5	34,1	22,8	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	34,3	...
TOTAL	222,0	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	416,8	410,8	...

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1971).

(a) Provisional.

Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones

	Pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas			
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Formación de capital fijo	170,0	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,1	...	...	...
Empresas privadas	132,5	154,2	185,1	221,6	248,9	249,6	276,2	313,4	...	...	...
Empresas públicas	19,6	25,8	28,4	36,6	40,2	47,3	53,5	70,5	...	...	...
Administraciones públicas	17,9	23,0	31,3	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	...	...	...
2. Variación de existencias	29,3	32,9	22,9	43,7	55,0	33,6	37,1	41,2	...	...	...
Empresas privadas	26,4	29,7	19,4	33,9	47,1	28,6	31,4	34,1	...	...	...
Empresas públicas	2,9	3,2	3,5	9,8	7,9	5,0	5,7	7,1	...	...	...
TOTAL	199,3	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	...	...	...

	Pesetas de 1964										
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Formación de capital fijo	191,0	213,0	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	...	...	...
Empresas	160,3	184,2	213,5	248,9	273,4	275,4	288,7	321,4	...	...	...
Administraciones públicas	30,7	28,8	31,3	34,4	41,3	44,7	40,3	48,1	...	...	...
2. Variación de existencias	31,0	33,7	22,9	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	...	...	...
TOTAL	222,0	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	...	...	...

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1969).

Precios de los componentes del P. N. B.

Porcentajes

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (a)	1972 (b)
P. N. B. a precios de mercado	5,6	8,4	6,3	10,4	6,2	6,0	4,6	3,5	5,7	7,8	8,0
Importaciones de bienes y servicios	1,9	1,9	2,3	3,8	4,0	3,4	12,1	3,5	7,3	6,4	5,0
Recursos= Empleos	5,4	7,7	5,8	9,4	5,9	5,7	5,6	3,5	5,8	7,7	7,5
Consumo privado	4,9	7,8	6,4	11,6	6,3	5,7	5,3	3,0	6,3	8,5	8,5
Consumo público	7,1	12,0	7,6	11,5	15,7	17,2	7,6	8,6	6,5	7,7	8,1
Formación bruta de capital fijo	5,7	7,2	4,7	4,1	2,3	1,9	5,8	4,2	5,2	5,5	5,0 (c)
Variación de existencias . . . . .	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportación de bienes y servicios	4,7	6,2	2,9	8,3	5,2	2,0	6,2	2,4	5,0	6,1	7,0

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1962-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

Sector primario. Composición del valor de la producción total (a)

Campaña agrícola	Pesetas corrientes										Miles de millones de pesetas
	1962-63	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73 (b)
Agricultura	169,3	189,3	177,7	197,3	223,1	222,0	253,7	254,4	258,0	292,3	...
Cereales, leguminosas y paja	58,1	64,2	59,2	65,8	71,0	73,1	87,4	87,4	79,7	101,2	...
Feculentas	13,8	14,1	13,5	17,5	19,9	13,9	19,8	19,8	20,2	118,8	...
Vino y subproductos	9,7	10,2	15,7	11,9	14,7	13,5	15,6	14,1	14,0	18,3	...
Aceite y subproductos	11,1	19,0	3,9	11,6	15,8	10,2	17,8	14,3	18,7	16,2	...
Hortalizas	23,2	23,4	22,6	24,8	27,8	28,8	30,4	32,5	37,8	37,0	...
Frutas	24,2	29,0	31,4	33,1	38,5	38,2	40,7	46,8	44,4	52,4	...
Cultivos industriales	10,7	9,7	9,1	10,3	10,5	11,1	12,6	12,4	13,8	14,8	...
Resto (c)	18,5	19,7	22,3	22,3	24,9	25,2	29,4	27,1	29,4	33,6	...
Ganadería	99,5	117,7	115,7	132,0	154,3	152,6	162,5	174,1	183,2	194,3	...
Carne	37,9	43,0	44,3	53,0	65,1	69,8	75,6	83,9	88,4	94,4	..
Leche	16,3	18,0	20,7	24,3	29,1	28,8	31,7	34,5	37,1	42,8	..
Huevos	11,0	16,3	14,4	17,8	16,4	16,9	16,9	16,9	17,8	17,9	...
Trabajo de ganado	26,0	25,3	26,9	27,9	28,6	27,5	28,8	26,7	29,1	29,0	...
Resto (d)	8,3	15,1	9,4	9,0	15,1	9,6	9,5	10,1	9,9	10,3	...
Forestal	12,9	12,8	13,6	14,8	15,7	17,3	17,5	18,7	19,9	22,9	...
Pesca (e)	9,6	11,3	12,4	15,3	16,5	19,8	21,6	22,3	25,9	...	...
TOTAL	291,3	331,1	319,4	359,4	409,6	411,7	455,3	469,5	486,1	...	...

FUENTE: Ministerio de Agricultura e Instituto Nacional de Estadística.

(a) No se descuenta los autoconsumos de las explotaciones

(b) Avance.

(c) Condimentos, varios, praderas artificiales y forrajes, pasto y semilla.

(d) Lana, miel y cera, estiércol.

(e) No se dispone de una serie temporal del valor de la producción anual pesquera obtenible a partir de la Contabilidad Nacional. Se ha optado por tomar los valores anuales de la pesca marítima desembarcada, procedentes de la Dirección General de Pesca Marítima y recogidos en el «Boletín del Instituto Nacional de Estadística». Los valores corresponden al primero de los dos años que forman la campaña agrícola.

Sector primario. Principales producciones físicas

Campaña agrícola	1962-63	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73 (a)
Agricultura:											
Trigo (millones de Qm.)...	48,1	48,6	39,7	47,1	48,8	56,0	53,1	46,2	40,6	54,6	45,6
Cebada (millones de Qm.)...	21,6	20,7	16,9	18,9	20,1	26,3	34,4	39,7	31,0	47,8	43,6
Maíz (millones de Qm.)...	9,2	11,7	12,0	11,4	11,5	12,0	14,7	15,1	18,2	20,6	19,2
Patata (millones de Qm.)...	41,5	50,7	42,5	40,8	41,7	45,1	45,5	47,9	54,3	47,8	51,2
Vino (millones de Hl.)...	24,5	25,8	34,9	26,5	36,4	23,1	23,1	24,5	24,3	24,0	26,4
Aceite (b) (millones de Qm.)...	3,2	6,4	1,1	2,3	4,6	2,6	4,8	3,8	3,8	3,4	4,4
Naranja (millones de Qm.)...	11,1	18,2	16,2	17,6	20,0	18,2	16,2	21,9	16,2	17,7	20,3
Remolacha (millones de Qm.)...	35,8	27,5	33,3	36,8	40,4	42,8	46,2	49,8	54,3	62,1	52,2
Ganadería:											
Carne:											
<i>Vacuno</i> (miles de Tm.)...	163	172	225	177	198	215	243	256	308	324	303
<i>Porcino</i> (miles de Tm.)...	245	311	317	266	367	417	419	436	492	475	461
<i>Ovino</i> (miles de Tm.)...	103	104	117	122	121	122	118	117	127	126	126
<i>Aves</i> (miles de Tm.)...	110	128	141	147	213	257	257	297	316	318	309
Leche (c) (millones de lts.)...	2.546	1.672	2.690	2.712	3.071	3.356	3.679	3.968	4.895	4.800	5.042
Huevos (millones de docenas)	429	579	531	535	555	546	546	610	612	616	621
Forestal:											
Madera (millones de m ³)...	5,5	5,3	5,6	5,7	6,1	5,9	6,2	6,4	8,6	...	...
Pastos (d) (millones de Ha.)...	21,5	20,8	20,6	21,0	22,1	20,5	20,4	20,2	18,0	...	...
Pesca (e) (miles de Tm.)...	915	946	1.020	1.121	1.120	1.152	1.185	1.195	1.202	...	...

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Servicio Sindical de Estadística e Instituto Nacional de Estadística.

(a) Provisional.

(b) De olivo y orujo.

(c) Incluye vaca, oveja y cabra, excluyéndose el autoconsumo de las crías.

(d) Prados naturales y pastizales. La cifra de la campaña 1970-71 no es comparable con la de años anteriores, al variar los criterios de estimación.

(e) Las cifras corresponden al primero de los dos años comprendidos en cada campaña agrícola.

Producción industrial. Índices medios anuales por grupos (a)

Índice base 100: 1962

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Índice general (a)	100	112,5	125,0	142,4	164,3	173,8	186,3	215,3	237,8	242,8	248,1
Industrias extractivas	100	100,4	98,4	104,6	105,5	104,8	109,1	108,0	105,9	108,1	110,6
Agua, gas y electricidad	100	112,8	128,5	137,9	163,8	176,6	199,0	226,2	245,0	270,0	296,4
Industrias manufactureras	100	113,3	126,6	145,3	168,3	178,3	190,7	221,9	246,3	250,1	295,3
Alimentación, bebidas y tabacos	100	121,4	129,5	143,7	153,8	171,6	181,7	201,4	249,7	231,8	241,5
Textiles	100	103,3	108,7	109,7	116,7	116,3	110,5	128,7	134,0	135,2	141,0
Vestido y calzado	100	110,6	125,4	143,4	171,1	174,0	199,8	218,9	224,9	228,4	257,1
Metálicas básicas	100	109,9	123,2	149,3	166,5	190,7	225,6	271,3	311,7	307,1	392,8
Transformados metálicos	100	117,4	142,2	175,6	222,1	227,5	238,8	289,4	310,9	318,1	395,4
Químicas	100	112,4	128,4	147,4	166,7	186,9	223,3	256,6	268,4	293,4	362,2
Otras industrias manufactureras	100	111,2	120,3	136,6	160,0	166,2	173,3	194,5	222,3	233,8	272,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Excluida la construcción.

Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores

Construcción de viviendas

Miles de viviendas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Calificaciones provisionales . . .	229,0	301,5	393,8	127,2	103,5	147,7	288,4	165,6	273,2	211,4	202,5
2. Viviendas protegidas en construcción (a) . . . . .	...	375,5	504,1	561,5	408,8	344,5	429,3	471,0	420,1	411,2	409,4
3. Viviendas protegidas terminadas	147,8	187,9	231,2	240,8	211,4	132,1	133,4	158,0	185,3	190,7	190,4
4. Viviendas libres terminadas	14,6	18,8	25,7	42,5	57,0	72,4	114,7	112,3	122,8	128,2	145,9
5. Viviendas terminadas (3+4)	162,4	206,7	256,9	283,3	268,4	204,5	248,1	270,3	308,1	318,9	336,3

Consumo aparente de cemento

Miles de toneladas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Producción interna	6.562,0	7.123,0	8.177,3	9.839,8	11.812,0	13.099,4	14.908,3	16.012,7	16.536,1	16.993,2	19.441,0
2. Importaciones . . . . .	...	...	1.170,2	1.960,5	1.121,4	604,7	156,2	222,6	125,6	66,5	41,3
3. Exportaciones . . . . .	...	...	6,7	7,7	9,2	13,0	58,8	89,3	146,6	610,9	722,1
4. Consumo aparente (1+2—3) . . . . .	...	...	9.280,8	11.792,6	12.924,2	13.691,1	15.005,7	16.146,0	15.516,1	16.448,8	18.760,2

Consumo aparente de acero

Miles de toneladas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Producción interna	3.150	3.515	3.847	4.512	5.083	6.019	7.394	8.025	9.532,5
2. Importaciones	1.248	2.851	2.317	1.802	1.380	2.244	2.535	1.158	1.468,9
3. Exportaciones	113	24	54	74	100	165	330	1.186	1.851,2
4. Consumo aparente (1+2—3)	4.285	6.342	6.110	6.240	6.363	8.098	9.599	7.997	9.150,2

Índice de edificación y construcción

Índice base 100: 1962

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Índice de edificación y construcción (b)	100,0	113,5	134,2	146,4	157,3	159,1	169,5	182,1	188,2	199,6	211,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística; Grupo de Empresas de Obras Públicas de Ambito Nacional (SEOPAN); Unión de Empresas y Entidades Siderúrgicas (UNESID); Instituto Nacional de la Vivienda; Ministerio de Comercio.

(a) Medias anuales.

(b) Medias anuales. Producción interna de cemento, fibrocemento, porcelana y azulejos, refractarios y vidrio, incluyéndose también las importaciones de cemento.

Población activa. Principales componentes (a)

Miles de personas											
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (b)	1972 (b)
Agricultura y pesca	4.648,2	4.473,7	4.299,6	4.126,2	4.001,1	3.949,1	3.919,1	3.851,5	3.706,3	3.610,0	3.506,0
Industria	3.909,9	4.022,7	4.139,4	4.261,6	4.375,4	4.454,6	4.515,7	4.600,7	4.746,4	4.825,5	4.891,5
Extractivas	180,7	172,4	164,1	155,9	147,9	140,1	134,5	129,3	120,7	...	...
Manufactureras	2.776,2	2.871,0	2.968,9	3.070,6	3.153,6	3.187,2	3.231,0	3.298,8	3.437,8	...	...
Construcción y obras públicas	781,3	896,7	923,0	950,6	987,9	1.030,1	1.061,7	1.083,1	1.096,5	1.106,7	1.138,9
Agua, gas y electricidad	81,7	82,6	83,4	84,5	85,7	87,2	88,5	89,5	91,6	...	...
Servicios	3.315,9	3.452,3	3.593,0	3.738,3	3.853,9	3.940,5	4.027,6	4.104,3	4.279,5	4.429,2	4.559,8
TOTAL	11.874,0	11.948,7	12.032,0	12.126,1	12.230,4	12.344,2	12.462,4	12.556,5	12.732,2	12.864,7	12.957,3

Porcentajes											
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (b)	1972 (b)
Agricultura y pesca	39,2	37,4	35,7	34,0	32,7	32,0	31,5	30,7	29,1	28,1	27,0
Industria	32,9	33,7	34,4	35,1	35,8	36,1	36,2	36,6	37,3	37,5	37,8
Extractivas	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	...	...
Manufactureras	23,4	24,0	24,7	25,3	25,8	25,9	25,9	26,3	27,0	...	...
Construcción y obras públicas	7,3	7,5	7,7	7,8	8,1	8,4	8,5	8,6	8,6	8,6	8,8
Agua, gas y electricidad	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	...	...
Servicios	27,9	28,9	29,9	30,9	31,5	31,9	32,3	32,7	33,6	34,4	35,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tasa de actividad (c)	38,28	38,17	38,01	37,95	37,84	36,93	37,68	37,60	37,43	...	...

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta de Población Activa», 1972.

- (a) Media de las cifras del cuarto trimestre del año correspondiente y del precedente.
 (b) Avance.
 (c) Relación entre la población activa y la población total.

Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa

Medias anuales	Cifras absolutas								Miles de personas	
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Agrícola	65,9	80,6	84,3	48,4	38,7	50,1	42,3
No agrícola	84,0	106,9	161,8	147,0	138,6	190,5	193,9
Construcción	50,1	46,2	45,8	75,8	73,5
Resto de la industria	80,3	72,4	64,9	80,3	80,6
Servicios	31,4	28,4	27,9	34,4	39,8
TOTAL	119,0	154,0	188,2	149,9	187,5	246,1	195,4	177,3	240,6	236,2

Medias anuales	Porcentaje sobre el correspondiente grupo de población activa (a)									
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (b)	1972 (b)
Agrícola	1,65	2,04	2,15	1,26	1,05	1,39	1,21
No agrícola	1,02	1,27	1,89	1,69	1,53	2,06	2,05
Construcción	4,72	4,27	4,18	6,85	6,45
Resto de la industria	2,32	2,06	1,82	2,16	2,15
Servicios	0,78	0,69	0,65	0,78	0,87
TOTAL	1,00	1,28	1,55	1,23	1,52	1,97	1,56	1,39	1,87	1,82

- (a) Los porcentajes se han obtenido dividiendo la media anual de paro por la cifra de población activa de cada sector presentada en el Apéndice 14.
(b) Avance.

Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas

Medias anuales de los principales sectores **Retribución media por hora trabajada** **Pesetas/hora**

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Industria (sin construcción)	16,77	19,14	22,29	26,05	28,75	32,36	36,11	41,04	46,59	54,49
Extractivas	21,25	24,34	30,01	36,21	40,16	46,03	52,43	58,98	65,47	76,26
Agua, gas y electricidad	20,68	23,78	28,12	35,68	42,27	46,03	51,23	59,21	70,63	85,69
Manufactureras	16,25	18,60	21,58	25,12	27,63	31,13	34,67	39,43	44,79	52,23
Construcción	12,78	14,17	16,49	18,99	22,45	24,86	27,36	31,59	36,51	43,06
Comercio, banca y seguros	20,22	22,12	25,19	30,04	35,43	38,67	43,82	49,19	56,13	64,95
TOTAL (a)	16,25	18,36	21,31	24,94	28,82	31,44	35,12	40,09	45,73	53,55

Media anual de los cuatro trimestres **Horas trabajadas (normales y extraordinarias)** **Millones de horas**

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Industria (sin construcción)	372,0	377,2	396,3	397,7	394,5	389,1	392,4	402,2	404,7	406,3
Extractivas	26,7	24,5	24,0	21,8	21,4	20,2	20,1	19,9	19,1	18,4
Agua, gas y electricidad	12,2	12,0	12,2	11,9	11,7	11,9	12,3	12,9	13,0	13,0
Manufactureras	333,1	340,7	360,1	364,0	361,4	357,0	360,0	369,4	372,5	374,9
Construcción	107,1	110,1	119,1	118,3	112,7	109,0	106,6	101,8	99,1	92,9
Comercio, banca y seguros	43,9	44,9	46,5	48,7	48,8	49,5	50,5	52,8	54,5	55,2
TOTAL (a)	523,0	532,2	561,9	564,7	556,0	547,6	549,5	556,8	558,3	554,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta trimestral de salarios».

(a) De los sectores que incluye la encuesta.

Salarios. Agrícolas e industriales
Medias anuales

Indice base 100: 1963

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Salarios agrícolas	100,0	110,9	122,0	139,5	155,1	168,9	184,4	211,9	230,8	261,7
Salarios industriales (a)	100,0	115,2	135,9	157,5	182,2	196,6	214,8	251,5	287,8	338,4
Salarios de las industrias manufactureras	100,0	115,0	135,1	157,4	181,7	195,7	213,1	251,1	288,0	338,6

FUENTE: Ministerio de Agricultura, «La Coyuntura Agraria». Instituto Nacional de Estadística.

(a) Excluida la construcción. Incluye los salarios de las industrias manufactureras.

Coste de la vida. General y componentes (a)

Medias anuales

Indice base 100: 1968

	Ponde- ración	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Indice general	100,00	64,0	69,6	74,5	84,3	89,6	95,3	100,0	102,2	108,0	116,9	126,6
Productos alimenticios	49,39	65,9	72,5	76,2	88,2	92,2	95,7	100,0	102,0	105,7	113,9	124,3
Productos no alimenticios	50,61	62,7	67,0	72,8	80,5	87,1	94,9	100,0	102,4	110,2	119,9	128,8
Vestido y calzado	13,94	55,9	61,4	69,7	78,5	86,2	96,1	100,0	102,5	112,1	121,5	132,2
Vivienda	7,95	65,5	68,4	72,2	79,8	86,1	93,6	100,0	101,4	106,3	112,6	118,3
Gastos de casa	9,89	71,5	77,1	83,1	89,0	92,7	96,8	100,0	101,0	107,3	115,5	122,3
Gastos diversos	18,83	62,0	65,3	70,7	77,1	84,6	93,5	100,0	103,5	112,3	124,1	134,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Los índices disponibles con anterioridad a 1961 no se refieren al total de territorio nacional, sino únicamente a las capitales de provincia.

Precios al por mayor. General y principales componentes

Medias anuales

Índice base 100: 1955

	Ponderación	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Índice general	100,0	157,2	164,0	168,7	185,8	190,6	191,6	196,0	200,9	204,2	215,8	230,7
Alimentos, bebidas y tabacos	52,3	166,7	177,1	180,8	209,2	215,6	216,3	222,9	228,3	228,4	244,9	265,8
Componentes no alimenticios	47,7	146,8	149,7	156,2	160,1	163,1	164,6	166,0	170,9	180,0	183,9	196,5
Textiles	13,4	126,4	126,9	131,3	132,1	134,3	136,3	134,6	135,7	138,5	139,1	145,9
Cueros, pieles y derivados	2,6	156,2	161,3	165,9	174,4	192,7	195,3	202,9	226,5	218,2	224,5	290,1
Materiales de construcción	3,7	137,9	150,2	155,3	158,7	161,3	164,3	164,4	166,3	171,8	174,6	179,5
Minerales metálicos	1,1	182,8	185,9	224,2	241,8	251,6	263,1	265,7	271,5	285,7	286,7	286,8
Minerales, productos metálicos y maquinaria	9,4	147,9	149,2	156,1	165,1	168,5	166,5	170,2	176,0	186,2	187,1	190,4
Combustibles, lubricantes y energía eléctrica	9,1	186,5	190,6	194,3	197,1	197,4	199,0	201,9	207,0	218,6	239,6	246,1
Productos químicos	6,0	129,4	129,9	136,4	144,4	145,4	146,4	150,5	152,1	160,7	170,9	173,6
Grupos especiales:												
Materias primas	—	147,1	149,8	157,2	164,2	167,0	165,2	170,2	179,4	186,8	197,6	197,6
Productos acabados	—	145,5	148,3	152,5	156,0	159,0	161,0	161,9	164,8	170,9	176,4	176,4
Productos agrícolas	—	166,0	176,6	177,9	205,4	214,5	212,5	219,2	223,8	224,2	237,0	248,9
Productos agrícolas industrializados	—	151,5	161,0	174,0	188,6	187,8	196,4	201,9	204,7	202,8	215,0	243,1
Productos industriales	—	147,0	149,3	153,8	158,5	161,5	163,6	165,5	169,0	176,0	180,5	190,3

Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor y su índice de paridad

Medias anuales

Índice base 100: 1964

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Índice de precios percibidos.	100,0	117,1	121,4	118,5	125,8	131,6	129,1	135,8	138,2
2. Índice de precios pagados.	100,0	103,3	106,2	108,9	110,0	111,8	114,0	119,7	111,1
3. Índice de paridad (1/2). 100	100,0	113,4	114,3	108,8	114,4	117,7	113,2	113,5	124,4

FUENTE: Ministerio de Agricultura, «La Coyuntura Agraria».

Balance consolidado del sistema crediticio

Banco de España, banca privada, instituciones de ahorro y crédito oficial

Miles de millones de pesetas

A C T I V O	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
SECTOR PUBLICO	293,6	23,4	28,8	25,9
CREDITO (NETO)	94,7	9,7	— 23,0	— 14,3
Administración Central	21,9	2,9	2,3	— 21,5
Emisión moneda metálica	24,0	1,0	1,0	0,7
Créditos y anticipos	— 2,1	5,2	1,3	— 22,2
Pagarés del Tesoro	—	— 3,3	—	—
Organismos oficiales y corporaciones locales	72,8	6,8	— 25,3	7,2
Créditos a organismos agrícolas	62,1	2,2	— 6,5	0,4
Créditos a otros organismos y corporaciones	74,8	7,0	— 6,8	7,8
Depósitos	— 63,6	— 2,4	— 12,0	— 1,0
FONDOS PUBLICOS	474,9	29,4	71,9	58,0
FINANCIACION AL CREDITO OFICIAL	— 276,0	— 15,7	— 20,1	— 17,8
SECTOR PRIVADO	2.517,8	226,7	314,5	455,0
Créditos y descuentos	2.210,6	186,6	265,3	416,3
Valores industriales	307,2	40,1	49,2	38,7
SECTOR EXTERIOR	265,4	46,5	83,7	81,9
Reservas netas	322,4	63,4	100,9	96,1
Otros saldos exteriores	— 51,0	— 14,2	— 14,7	— 11,8
Contrapartidas exteriores	— 6,0	— 2,7	— 2,5	— 2,4
ACTIVO REAL	92,4	9,5	11,4	14,3
OTROS ACTIVOS	55,3	— 3,5	25,1	20,2
Bancos y banqueros (saldo neto)	53,6	1,3	11,3	11,1
Diversas (saldo neto)	1,7	— 4,8	13,8	9,1
TOTAL	3.224,5	302,6	463,5	597,3
P A S I V O				
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	2.973,8	255,7	465,7	556,8
Oferta monetaria	1.132,7	41,2	173,2	219,6
Billetes y moneda metálica	328,2	20,4	31,3	33,9
Depósitos a la vista	804,5	20,8	141,9	185,7
Depósitos de ahorro	935,8	17,9	112,3	178,2
Depósitos a plazo y ahorro vinculado	905,3	196,6	180,2	159,0
DEPOSITOS DE IMPORTADORES	—	23,8	— 25,7	—
BONOS Y OBLIGACIONES BANCARIAS Y CEDULAS	38,5	4,7	0,1	1,3
E. O. C. (a)	29,8	5,9	0,9	1,5
Bonos y obligaciones bancarias	8,7	— 1,2	— 0,8	— 0,2
Cédulas E. O. C.	212,2	18,4	23,4	39,1
CUENTAS DE CAPITAL	212,2	18,4	23,4	39,1
TOTAL	3.224,5	302,6	463,5	597,3

(a) Los bonos de caja y las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en poder del sistema crediticio están excluidos tanto del activo como del pasivo.

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
	1	2	3	4
I. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO (II a VII=A.1.+A.2.=B.1.+B.2.)	200,3	37,9	53,8	25,5
A.1. Efectivo y depósitos (B.1.1.+B.2.1.)	111,6	16,0	36,8	29,9
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	88,7	21,8	17,0	— 4,4
B.1. Banca	159,8	36,6	52,9	— 4,4
B.1.1. Efectivo y depósitos	84,2	15,0	35,5	10,8
Efectivo	26,2	0,3	3,0	5,7
Depósitos en el Banco de España	55,2	14,7	32,5	4,3
Depósitos oblig. O. M. 19-X-71	2,8	—	—	2,8
B.1.2. Disponibles	75,6	21,6	17,4	— 15,2
Créditos con garantía de fondos públi-				
cos	52,4	17,6	5,8	»
Otros créditos	1,4	— 3,0	— 0,8	»
Redescuento ordinario	6,5	7,7	— 6,4	— 2,0
Efectos especiales en cartera (a)	7,1	0,2	11,7	— 7,0
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. en car-				
tera (a)	0,8	0,1	7,7	— 7,4
Fondos públicos pignorables en carte-				
ra (a)	7,4	— 1,1	— 0,5	1,2
B.2. Cajas de ahorro	40,5	1,3	0,9	29,9
B.2.1. Efectivo y depósitos	27,3	1,0	1,3	19,1
Efectivo	9,5	1,0	0,7	2,3
Depósitos en Banco de España	17,8	—	0,6	16,8
B.2.2. Disponibles (Cuentas de crédito)	13,2	0,3	— 0,4	10,8
II. EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO	334,7	— 20,1	— 31,6	— 40,5
III. SECTOR EXTERIOR	311,3	57,8	101,0	90,5
Oro y divisas convertibles (b)	317,2	34,4	99,6	95,4
Acreedores en divisas convertibles	— 0,6	27,3	2,9	0,6
Divisas no convertibles (neto)	»	0,6	— 1,5	— 2,9
Otras cuentas (neto)	3,5	— 1,6	2,9	0,3
Derechos especiales de giro asigna-				
dos	— 8,8	— 2,9	— 3,0	— 2,9
IV. SECTOR PUBLICO	61,7	9,1	— 21,6	— 23,5
Administración Central	21,9	6,2	2,4	— 21,5
Cuentas del Tesoro	— 15,8	8,0	— 11,7	— 22,9
Moneda metálica	24,0	1,0	1,1	0,7
Servicio financiero de deudas	5,8	1,0	2,1	1,8
Otras cuentas	7,9	— 3,8	10,8	— 1,1
Organismos autónomos	39,8	2,9	— 23,9	— 2,0
Créditos a organismos agrícolas	54,7	2,2	— 6,4	0,4
Créditos a otros organismos	15,1	3,2	— 13,9	0,2
Depósitos	— 30,0	— 2,5	— 3,6	— 2,6

(a) Automáticamente monetizables en el Banco de España.

(b) Incluidos «Derechos especiales de giro» y «Posición neta en el F. M. I.».

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
	1	2	3	4
V. DEPOSITOS PREVIOS A LA IMPORTACION	—	— 23,8	25,7	—
VI. OTROS FACTORES	1,4	5,8	5,6	— 7,0
E. O. C.	— 1,9	— 1,7	— 6,0	4,2
Sector privado	— 12,5	— 0,4	— 7,0	— 1,8
Activo real	0,5	»	»	0,1
Cuentas de capital	— 10,2	— 3,9	1,9	3,6
Desfase contable	— 4,5	— 0,4	— 0,9	— 0,1
Diversos no clasificados	30,0	12,2	17,5	— 13,0
VII. CREDITOS AL SISTEMA BANCARIO (A.1.+A.2.=B.1.+B.2.)	160,6	9,1	— 25,3	6,0
A.1. Dispuestos (B.1.1.+B.2.1.)	71,9	— 12,7	— 42,4	10,4
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	88,7	21,8	17,0	— 4,4
B.1. Banca	146,6	9,3	— 24,8	— 4,9
Cuentas con garantía de fondos públicos (límites)	54,8	—	0,4	0,1
Otros créditos (límites)	3,4	— 4,4	— 1,5	1,2
Redescuento ordinario (líneas)	15,4	— 0,9	— 22,7	3,0
Redescuento especial (c)	54,8	15,6	— 0,5	— 10,5
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. (c)	10,8	»	»	0,1
Fondos públicos pignorable en cartera de la banca	7,4	— 1,1	— 0,5	1,2
B.1.1. Dispuestos	71,0	— 12,3	— 42,2	10,3
Cuentas con garantía de fondos públi- cos	2,4	— 17,5	— 5,3	0,1
Otros créditos	2,0	— 1,4	— 0,7	1,2
Redescuento ordinario	8,9	— 8,6	— 16,3	5,0
Redescuento especial	47,7	15,3	— 12,2	— 3,5
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C.	10,0	— 0,2	— 7,8	7,5
B.1.2. Disponibles (detalle en VII B.1.2.)	75,6	21,6	17,4	— 15,2
B.2. Cajas de ahorro	14,0	— 0,2	— 0,6	10,9
B.2.1. Dispuestos	0,8	— 0,4	— 0,1	0,1
B.2.2. Disponibles	13,2	0,3	— 0,4	10,8
VIII. BASE MONETARIA (I—II=III a VII)	535,0	58,0	85,4	66,0
1. Base monetaria restringida (I A.1.—II=III a VI+VII A.1.)	446,3	36,1	68,4	70,4
2. Disponibles (I A.2.=VII A.2.)	88,7	21,8	17,0	— 4,4

(c) Suma de los efectos redescontados o endosados al Banco de España y de los que tiene la Banca en su poder.

Balance ajustado de la banca

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
A C T I V O				
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	144,3	26,9	46,8	9,8
Caja	26,2	0,3	3,0	5,7
Banco de España: Depósitos	64,8	12,7	38,8	4,9
Banco de España: Disponible	53,5	13,9	5,0	— 0,8
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	— 23,2	— 13,4	— 23,7	17,3
Bancos (neto)	42,3	— 0,3	6,3	10,3
Cajas de ahorro (neto)	— 71,1	— 15,0	— 30,7	7,3
E. O. E. (neto)	— 2,9	— 1,0	— 0,6	— 3,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	8,5	2,9	1,3	3,1
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 38,0	— 10,1	— 15,2	— 8,0
En pesetas (neto)	— 26,9	— 3,8	— 8,4	— 5,8
En moneda extranjera	— 11,1	— 6,3	— 6,8	— 2,2
Activo	162,1	32,0	31,1	60,9
En pesetas	3,1	0,4	0,5	1,3
En moneda extranjera	159,0	31,6	30,6	59,6
Pasivo	— 200,1	— 42,1	— 46,2	— 68,9
En pesetas	— 30,0	— 4,1	— 8,9	— 7,1
En moneda extranjera	— 170,1	— 38,0	— 37,3	— 61,8
SECTOR PUBLICO	324,7	20,0	53,5	30,2
Fondos públicos	317,3	22,4	53,6	30,2
Bonos del Tesoro	—	— 2,4	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,4	—	— 0,1	—
SECTOR PRIVADO	1.680,3	134,2	209,2	368,0
Créditos dispuestos	1.594,7	128,0	200,3	351,6
Efectos	1.065,0	77,3	135,4	207,1
Pólizas	529,7	50,7	64,9	144,5
Principal	1.737,8	132,3	227,1	399,6
Disponible (—)	— 143,1	— 4,3	— 26,8	— 48,0
Valores industriales	85,6	6,2	8,9	16,4
De renta fija	2,7	0,6	0,3	1,1
De renta variable	82,9	5,6	8,6	15,3
ACTIVO REAL	41,2	4,6	5,2	7,8
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	2.129,3	162,2	275,8	426,1
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	157,2	13,2	18,5	28,1
DEPOSITOS	1.767,0	134,3	294,2	366,1
A la vista	723,1	15,8	129,8	163,1
De ahorro	469,3	2,5	56,7	90,3
A plazo	574,3	116,0	107,8	112,9
Hasta 2 años	474,5	105,6	81,8	65,6
A más de 2 años	99,8	10,1	26,0	47,3
Ahorro vinculado	0,4	—	— 0,1	— 0,2
BONOS DE CAJA	59,5	7,5	3,7	21,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	125,0	2,5	— 37,9	10,2
Dispuesto	71,7	— 11,3	— 43,0	11,0
Disponible	53,3	13,8	5,1	— 0,8
DIVERSAS (NETO)	20,6	4,7	— 2,7	— 0,9
Diversas de activo	— 61,3	— 4,0	— 10,4	— 19,8
Diversas de pasivo	46,7	4,2	5,6	13,8
Resultados y reservas no expresas	35,2	4,5	2,1	5,1

Balance ajustado de la banca comercial

Millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACIONES		
		1970	1971	1972
A C T I V O				
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	137,6	25,0	46,8	7,9
Caja	25,8	0,2	3,0	5,6
Banco de España: Depósitos	60,4	11,7	38,0	3,2
Banco de España: Disponible	51,6	13,1	5,8	— 0,9
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	— 61,0	— 13,1	— 32,5	— 3,5
Bancos (neto)	— 2,9	— 1,7	— 4,4	— 11,2
Cajas de ahorro (neto)	— 63,7	— 13,4	— 28,8	8,0
E. O. C. (neto)	— 2,9	— 0,9	— 0,6	— 3,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	8,5	2,9	1,3	3,1
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 35,7	— 9,8	— 14,2	— 8,7
En pesetas (neto)	— 26,9	— 3,8	— 8,4	— 5,8
En moneda extranjera (neto)	— 8,8	— 6,0	— 5,8	— 2,9
Activo	149,4	27,8	21,2	57,1
En pesetas	3,1	0,4	0,5	1,3
En moneda extranjera	146,3	27,4	20,7	55,8
Pasivo	— 185,1	— 37,6	— 36,3	— 65,8
En pesetas	— 30,0	— 4,1	— 8,9	— 7,1
En moneda extranjera	— 155,1	— 33,5	— 27,4	— 58,7
SECTOR PUBLICO	320,0	19,7	52,9	29,2
Fondos públicos	312,6	22,1	53,0	29,2
Bonos del Tesoro	—	— 2,4	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,4	—	— 0,1	—
SECTOR PRIVADO	1.467,9	104,4	177,8	303,5
Créditos dispuestos	1.404,8	100,5	171,1	294,1
Efectos	989,8	64,3	123,1	195,3
Pólizas	415,0	36,2	48,0	98,8
Principal	1.528,6	105,0	195,8	332,6
Disponible (—)	— 123,8	— 4,8	— 24,7	— 38,5
Valores industriales	63,1	3,9	6,7	9,4
De renta fija	1,9	0,6	0,2	0,7
De renta variable	61,2	3,3	6,5	8,7
ACTIVO REAL	37,8	4,1	4,7	6,8
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	1.866,6	130,3	235,5	336,6
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	126,2	9,4	10,4	20,7
DEPOSITOS	1.624,4	122,0	259,0	311,5
A la vista	689,6	15,0	120,8	156,2
De ahorro	462,0	2,8	55,8	89,3
A plazo	472,5	104,2	82,6	66,1
Hasta 2 años	472,3	104,2	81,8	64,4
A más de 2 años	0,2	—	—	0,1
Ahorro vinculado	0,4	—	— 0,1	— 0,2
BONOS DE CAJA	—	—	—	—
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	100,5	— 4,8	43,2	7,6
Dispuesto	49,1	— 17,7	47,4	8,5
Disponible	51,4	12,9	4,2	— 0,9
DIVERSAS (NETO)	15,5	3,7	— 2,3	— 3,2
Diversas de activo	— 58,5	— 4,3	— 8,5	— 19,2
Diversas de pasivo	40,9	3,9	3,9	10,9
Resultados y reservas no expresas	33,1	4,1	2,3	5,1

Balance ajustado de la banca industrial

Millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACIONES		
		1970	1971	1972
A C T I V O				
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	6,7	1,9	—	1,9
Caja	0,4	0,1	—	0,1
Banco de España: Depósitos	4,4	1,0	0,8	0,7
Banco de España: Disponible	1,9	0,8	— 0,8	0,1
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	37,8	— 0,3	8,8	20,8
Bancos (neto)	45,2	1,4	10,7	21,5
Cajas de ahorro (neto)	— 7,4	— 1,6	— 1,9	— 0,7
E. O. C. (neto)	—	— 0,1	—	—
Operaciones por cuenta de otros bancos	—	—	—	—
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 2,3	— 0,3	— 1,0	— 0,7
En pesetas (neto)	—	—	—	—
En moneda extranjera (neto)	— 2,3	— 0,3	— 1,0	— 0,7
Activo	12,7	4,2	9,9	— 3,8
En pesetas	—	—	—	—
En moneda extranjera	12,7	4,2	9,9	— 3,8
Pasivo	— 15,0	— 4,5	— 10,9	3,1
En pesetas	—	—	—	—
En moneda extranjera	— 15,0	— 4,5	— 10,9	3,1
SECTOR PUBLICO	4,7	0,3	0,6	1,0
Fondos públicos	4,7	0,3	0,6	1,0
Bonos del Tesoro	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	212,4	29,8	31,4	64,5
Créditos dispuestos	189,9	27,5	29,2	57,5
Efectos	75,2	13,0	12,3	11,8
Pólizas	114,7	14,5	16,9	45,7
Principal	209,2	27,0	31,3	67,0
Disponible (—)	— 19,3	0,5	— 2,1	— 9,5
Valores industriales	22,5	2,3	2,2	7,0
De renta fija	0,8	—	0,1	0,4
De renta variable	21,7	2,3	2,1	6,6
ACTIVO REAL	3,4	0,5	0,5	1,0
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	262,7	31,9	40,3	88,5
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	31,0	3,8	8,1	7,4
DEPOSITOS	142,6	12,3	35,2	54,6
A la vista	33,5	0,8	9,0	6,9
De ahorro	7,3	— 0,3	0,9	1,0
A plazo	101,8	11,8	25,2	46,8
Hasta 2 años	2,2	1,4	—	— 1,2
A más de 2 años	99,6	10,4	26,0	47,2
Ahorro vinculado	—	—	—	—
BONOS DE CAJA	59,5	7,5	3,7	21,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	24,5	7,3	— 5,3	2,6
Dispuesto	22,6	6,4	— 4,4	2,5
Disponible	1,9	0,9	— 0,9	0,1
DIVERSAS (NETO)	5,1	1,0	— 0,4	2,3
Diversas de activo	— 2,8	0,3	— 1,9	— 0,6
Diversas de pasivo	5,8	0,3	1,7	2,9
Resultados y reservas no expresas	2,1	0,4	— 0,2	—

Balance consolidado de las instituciones de ahorro
Caja Postal, Confederación y Cajas confederadas

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
A C T I V O				
CAJA Y BANCOS	110,0	16,3	35,1	17,2
Efectivo en caja	10,2	0,9	1,1	2,7
Banco de España: Depósitos	17,5	»	0,7	16,4
Banco de España: Disponible	13,1	0,2	— 0,4	10,7
Banca: Depósitos (a)	69,2	15,1	34,0	— 12,6
Banca: Otros disponibles	»	»	»	»
Entidades oficiales de crédito: Depósitos	—	0,1	— 0,3	—
SECTOR PUBLICO	166,7	7,0	18,8	25,9
Pagarés del Tesoro	—	— 1,0	—	—
Fondos públicos	164,0	7,8	18,8	27,5
Crédito a corporaciones locales y organismos públicos	1,7	»	»	0,2
Crédito a E. O. C.	1,0	0,2	»	— 1,8
SECTOR PRIVADO	648,8	80,3	99,5	127,8
Crédito a particulares y empresas	385,0	49,7	54,7	68,2
Hipotecarios	222,0	86,1	36,6	44,8
Otros	147,4	— 38,7	16,0	23,4
Con fondos del Banco de Crédito Agrícola	15,6	1,7	2,1	»
Valores industriales	263,8	30,6	44,8	59,6
ACTIVO REAL	49,2	4,8	5,5	6,3
TOTAL	974,7	108,4	158,9	177,2
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	44,0	3,8	6,0	10,2
Patrimonio y reservas	41,9	3,1	6,0	10,2
Fondo de regularización	2,1	0,7	—	—
DEPOSITOS	905,3	100,0	149,7	153,2
Depósitos de particulares y empresas	869,5	100,1	141,2	152,6
A la vista	70,0	4,3	12,3	16,8
De ahorro	466,6	15,3	55,7	88,0
A plazo	326,0	79,9	73,0	46,6
Ahorro vinculado	6,9	0,6	0,2	1,2
Depósitos de entidades y organismos públicos	33,7	— 0,1	8,5	— 1,5
Depósitos de E. O. C.	2,1	»	»	2,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	13,8	— 0,1	— 0,5	10,8
Dispuesto	0,3	— 0,4	— 0,1	0,1
Disponible	13,1	0,3	— 0,4	10,7
Endoso de pólizas de crédito agrícola y pesquero	0,4	»	»	»
OTROS CREDITOS	16,3	1,9	2,1	0,1
OTRAS CUENTAS (NETAS) Y AJUSTE	— 4,7	2,8	1,6	2,9
TOTAL	974,7	108,4	158,9	177,2

(a) Cifras obtenidas por diferencia.

Balance consolidado del crédito oficial

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1972	VARIACION		
		1970	1971	1972
A C T I V O				
CAJA Y BANCOS	9,6	2,4	6,1	— 1,7
Efectivo en caja	0,3	»	»	0,1
Banca: Depósitos	5,6	0,6	0,2	3,5
Cajas de ahorro: Depósitos	2,1	0,1	»	2,0
Banco de España: Depósitos	1,6	1,4	3,5	— 4,3
Banco de España: Disponible	—	0,3	2,4	— 3,0
SECTOR PUBLICO	57,5	3,8	7,1	7,4
Créditos	57,5	3,8	7,1	7,4
Fondos públicos	»	»	»	»
SECTOR PRIVADO	238,3	10,8	11,6	— 4,8
Créditos	238,3	10,8	11,6	— 4,8
Valores industriales	»	»	»	»
Valores extranjeros	»	»	»	»
PRIMAS Y SUBVENCIONES Y OTROS DEUDORES	13,7	»	0,7	12,5
ACTIVO REAL	1,5	0,1	0,6	0,2
TOTAL	320,6	17,1	26,1	13,6
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	3,8	— 1,1	1,8	— 0,2
Patrimonio	4,0	—	0,5	0,1
Resultados pendientes de aplicación	— 0,2	— 1,1	0,5	0,5
Menos: Entregas al Tesoro a cuenta	—	»	0,8	— 0,8
TESORO PUBLICO	275,9	15,7	20,2	17,8
Dotaciones	274,4	15,5	22,4	18,0
Otros conceptos	1,5	0,2	— 2,2	— 0,2
SISTEMA FINANCIERO	4,4	0,1	—	— 4,8
Banco de España: Dispuesto	0,1	— 0,3	— 2,5	0,1
Banco de España: Disponible	—	0,3	2,5	— 3,0
Banca y cajas de ahorro	4,3	0,1	»	— 1,9
EMPRESTITOS	22,1	— 0,3	— 0,3	— 0,5
FINANCIACION EXTERIOR	5,9	1,5	1,0	0,1
ACREEDORES	8,5	1,2	3,4	1,2
TOTAL	320,6	17,1	26,1	13,6

Crédito al sector privado clasificado por plazos y por circuitos

Miles de millones de pesetas

	V A R I A C I O N E S									Saldos a 31 de diciembre de 1972		
	1970			1971			1972					
	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo
Crédito sector privado	186,7	119,8	66,9	265,3	179,3	86,0	428,4	285,2	143,2	2.222,7	1.488,0	734,7
Privilegiados	68,7	16,5	52,2	75,8	4,7	71,1	92,2	6,6	85,6	657,3	67,2	590,1
Otros	118,0	103,3	14,7	189,5	174,6	14,9	336,2	278,6	57,6	1.565,4	1.420,8	144,6
Banco de España	— 1,3	— 1,3	—	— 0,8	— 0,8	—	— 1,2	— 1,2	—	— 0,3	— 0,3	—
Privilegiados	— 1,3	— 1,3	—	— 0,8	— 0,8	—	— 1,2	— 1,2	—	— 0,3	— 0,3	—
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Banca comercial	101,6	89,7	11,9	172,3	164,1	8,2	295,9	257,6	38,3	1.412,0	1.318,1	93,9
Privilegiados	16,1	3,5	12,6	20,4	6,8	13,6	38,6	6,7	31,9	112,2	24,9	87,3
Otros	85,5	86,2	— 0,7	151,9	157,3	— 5,4	257,3	250,9	6,4	1.299,2	1.293,2	6,6
Banca industrial	27,8	14,6	13,2	29,5	11,3	18,2	58,3	18,0	40,3	191,8	91,9	99,9
Privilegiados	5,3	0,7	4,6	3,9	— 3,2	7,1	1,3	—	1,3	23,4	0,2	23,2
Otros	22,5	13,9	8,6	25,6	14,5	11,1	57,0	18,0	39,0	168,4	91,7	76,7
Cajas de ahorro	49,8	3,8	46,0	54,7	3,4	51,3	68,2	9,8	58,4	385,0	40,8	344,2
Privilegiados	39,8	0,6	39,2	42,7	0,6	42,1	46,3	0,1	46,2	287,8	4,9	282,9
Otros	10,0	3,2	6,8	12,0	2,8	9,2	21,9	9,7	12,2	97,2	35,9	61,3
E. O. C.	8,8	13,0	— 4,2	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	234,2	37,5	196,7
Privilegiados	8,8	13,0	— 4,2	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	234,2	37,5	196,7
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Base monetaria * * *

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	142,6	154,3	184,8	219,3	218,5	256,9	277,4	305,3	314,9	388,5	473,5	550,3
Febrero	146,0	159,3	189,7	215,9	221,1	262,4	281,7	316,0	309,8	399,3	474,6	563,2
Marzo	146,5	158,4	195,2	217,5	216,0	262,4	284,9	311,3	313,1	408,3	483,4	557,7
Abril	148,7	156,9	200,4	218,4	215,5	261,4	296,7	315,1	316,8	412,5	490,5	559,4
Mayo	151,3	155,3	204,2	217,2	231,4	262,8	294,0	213,7	321,9	432,4	485,3	...
Junio	150,5	157,6	204,4	221,6	233,3	262,2	293,3	315,9	334,5	428,7	486,3	...
Julio	150,3	158,4	206,3	222,7	242,7	264,1	290,4	313,9	344,1	433,2	489,8	...
Agosto	149,5	161,8	208,9	223,2	246,9	263,0	299,5	310,6	348,1	443,7	486,3	...
Septiembre	149,5	164,1	214,3	222,9	249,9	264,2	297,8	312,2	349,0	457,4	492,3	...
Octubre	150,0	170,7	221,4	219,7	248,2	269,7	303,3	311,5	353,3	466,1	496,8	...
Noviembre	150,7	174,7	217,7	220,7	254,5	266,5	302,2	314,2	362,8	475,2	506,0	...
Diciembre	154,7	178,8	211,0	217,8	256,2	272,9	305,0	317,3	374,1	459,5	524,0	...

* * * Series desestacionalizadas.

Activos líquidos del sistema bancario: Total banca ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	55,8	55,0	70,0	84,8	66,1	81,3	81,3	90,4	73,1	126,6	176,7	190,7
Febrero	58,0	58,0	72,3	78,2	66,3	83,4	84,9	97,7	64,5	137,0	159,4	204,7
Marzo	57,4	55,1	76,5	82,5	61,7	83,3	86,7	90,6	70,8	148,4	162,3	188,9
Abril	58,7	53,7	82,3	80,3	57,6	76,7	99,3	95,0	72,4	146,4	164,8	185,3
Mayo	60,5	51,6	83,9	77,4	71,2	78,4	99,4	86,8	73,0	161,0	156,5	...
Junio	59,0	51,6	83,5	80,0	72,2	76,3	89,2	88,0	85,7	157,6	155,1	...
Julio	58,7	51,6	85,1	77,9	78,6	74,7	87,5	84,7	90,4	160,5	154,9	...
Agosto	56,5	52,8	83,7	77,2	81,6	74,7	92,2	78,6	96,7	165,9	151,3	...
Septiembre	54,0	54,6	87,7	76,3	82,7	72,2	90,2	79,9	98,7	175,2	149,7	...
Octubre	53,5	60,5	92,7	71,2	79,4	78,5	93,3	76,6	100,7	180,2	154,1	...
Noviembre	53,0	62,0	86,9	72,3	84,3	75,2	89,9	75,1	109,4	193,8	160,4	...
Diciembre	57,3	67,6	81,5	68,7	84,4	77,2	91,4	78,4	117,9	177,0	172,2	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	441,3	533,7	625,7	757,5	894,5	1.020,5	1.180,3	1.402,7	1.661,1	19.22,1	2.373,6	2.941,4
Febrero	448,9	540,7	634,9	767,6	903,8	1.032,5	1.197,5	1.428,1	1.679,7	1.949,8	2.410,4	2.994,0
Marzo	455,5	549,8	646,0	772,3	911,4	1.047,1	1.214,2	1.450,9	1.691,9	1.984,7	2.469,2	3.065,6
Abril	463,3	559,2	657,6	785,4	920,4	1.061,3	1.233,7	1.472,2	1.704,2	2.024,5	2.516,6	3.116,4
Mayo	470,2	564,2	667,9	799,8	928,9	1.072,0	1.253,6	1.493,8	1.722,8	2.061,1	2.564,1	...
Junio	478,1	569,7	679,0	814,0	938,9	1.084,5	1.271,0	1.514,9	1.742,8	2.103,0	2.608,5	...
Julio	484,6	577,0	686,9	828,9	952,1	1.099,4	1.286,5	1.534,5	1.769,4	2.137,5	2.645,8	...
Agosto	494,7	584,0	697,7	841,6	963,2	1.109,7	1.308,5	1.561,1	1.790,5	2.172,9	2.681,1	...
Septiembre	503,0	591,2	709,6	850,7	975,3	1.126,9	1.326,2	1.576,3	1.812,2	2.212,9	2.726,3	...
Octubre	510,4	599,4	721,5	861,9	985,0	1.140,4	1.347,0	1.599,7	1.834,3	2.243,1	2.764,1	...
Noviembre	518,3	608,1	729,4	873,0	996,8	1.149,2	1.367,7	1.621,8	1.860,8	2.288,7	2.815,7	...
Diciembre	524,0	616,4	747,4	883,0	1.009,1	1.165,0	1.383,8	1.643,1	1.892,2	2.344,3	2.884,3	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Oferta monetaria * * *

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero.....	212,8	255,2	297,3	351,8	407,9	455,6	512,1	575,5	657,4	695,9	855,2	1.084,5
Febrero.....	216,0	258,5	300,6	356,6	409,8	461,3	515,5	586,3	665,1	702,5	864,1	1.101,1
Marzo.....	219,1	263,6	306,6	356,0	412,5	467,9	518,8	593,1	660,9	712,6	891,9	1.131,2
Abril.....	222,6	269,1	312,8	362,4	415,9	475,6	524,0	601,5	653,9	728,3	912,3	1.147,6
Mayo.....	226,2	269,7	318,1	370,1	419,1	477,9	531,2	608,4	655,0	742,5	931,6	...
Junio.....	231,1	271,2	322,6	376,8	422,9	483,6	537,8	611,1	657,3	761,5	949,9	...
Julio.....	233,3	274,0	325,9	383,4	430,0	488,2	538,2	619,4	663,8	771,0	960,0	...
Agosto.....	237,9	276,8	331,5	387,8	434,0	490,7	547,7	630,0	667,4	780,1	970,8	...
Septiembre.....	241,8	278,9	335,9	389,5	438,5	500,1	552,7	629,4	671,4	795,0	988,6	...
Octubre.....	244,9	283,2	342,8	395,3	441,1	505,2	560,2	636,7	675,4	801,2	997,4	...
Noviembre.....	248,6	287,9	337,5	399,4	446,7	505,1	566,3	645,3	678,6	822,6	1.018,5	...
Diciembre.....	251,4	293,6	348,0	402,1	449,6	509,7	570,5	652,5	690,6	851,0	1.055,6	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Efectivo en manos del público * * *

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	82,2	95,4	110,2	129,3	147,6	168,9	188,9	207,4	234,5	251,6	279,2	317,0
Febrero	81,3	96,7	112,1	130,8	149,0	171,7	188,6	209,8	236,9	253,8	281,3	316,8
Marzo	84,8	100,0	114,7	130,4	150,1	173,1	191,9	214,1	235,8	252,4	289,7	330,3
Abril	85,6	99,3	113,9	133,2	153,0	178,4	190,9	213,0	236,7	257,5	291,8	332,4
Mayo	86,6	100,2	116,2	134,6	154,6	177,3	191,8	218,4	239,2	260,6	290,4	...
Junio	87,4	101,9	117,4	136,4	155,1	178,9	197,3	220,5	240,4	262,1	295,3	...
Julio	87,5	101,6	117,9	139,2	158,2	181,1	195,3	219,5	242,3	266,4	298,7	...
Agosto	89,0	105,0	120,5	140,0	159,0	181,0	199,7	224,5	242,3	266,7	298,4	...
Septiembre	91,4	106,0	121,2	141,3	161,8	186,5	200,7	258,8	242,3	269,0	306,8	...
Octubre	92,5	106,3	123,8	143,3	162,5	184,5	202,7	228,0	243,7	273,2	303,7	...
Noviembre	93,9	108,7	125,5	143,5	164,3	185,1	205,8	231,7	245,5	273,2	307,6	...
Diciembre	94,6	108,8	126,6	144,8	166,9	188,9	206,6	229,5	248,7	278,3	316,7	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Depósitos a la vista * * *

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	131,7	160,5	187,6	222,8	260,2	286,4	323,1	368,0	422,9	444,4	575,3	766,2
Febrero	134,2	162,5	189,1	226,2	261,0	289,2	326,2	375,3	427,3	447,6	580,5	779,7
Marzo	135,9	165,1	193,5	226,9	263,5	295,1	326,9	378,7	424,8	459,9	601,6	799,4
Abril	137,8	170,0	199,0	229,4	263,2	297,8	334,0	389,6	418,4	471,6	621,9	817,8
Mayo	139,8	169,5	201,4	235,8	264,5	300,4	339,3	389,9	416,0	481,9	641,7	...
Junio	142,6	168,8	205,3	240,4	267,8	304,4	340,3	390,7	417,3	499,8	655,5	...
Julio	144,7	171,5	207,5	244,1	271,8	306,9	343,1	400,4	421,3	504,8	664,2	...
Agosto	148,3	171,2	210,9	248,0	274,9	309,1	347,4	405,0	424,3	513,0	673,5	...
Septiembre	150,5	173,0	214,9	248,6	277,2	313,6	352,5	404,1	429,8	625,6	682,8	...
Octubre	152,8	177,3	219,2	252,3	278,8	321,0	357,8	408,9	431,5	527,9	692,7	...
Noviembre	155,9	180,4	213,3	257,1	283,5	320,8	361,1	413,9	433,3	549,5	710,5	...
Diciembre	155,8	183,9	220,8	257,1	282,4	320,4	363,2	421,9	440,5	570,4	741,4	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Depósitos de ahorro ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero.....	150,5	178,8	210,4	274,4	345,1	412,0	476,5	542,6	620,1	634,2	757,2	930,8
Febrero.....	152,8	180,9	214,2	279,1	351,9	418,5	481,0	551,3	621,7	638,4	767,6	948,9
Marzo.....	154,9	184,3	218,2	284,1	356,9	424,6	484,3	558,8	626,5	646,3	781,5	967,2
Abril.....	157,4	186,6	221,8	290,4	362,0	430,6	492,0	566,0	620,2	654,9	799,0	988,3
Mayo.....	159,8	190,0	225,0	296,1	366,7	437,8	497,9	574,5	617,2	664,8	816,2	...
Junio.....	162,1	192,5	229,0	303,7	372,1	443,6	502,9	586,8	617,0	674,2	832,1	...
Julio.....	164,5	195,3	232,8	310,8	376,5	450,6	509,0	590,1	617,5	683,6	846,6	...
Agosto.....	167,0	197,8	236,7	317,0	381,9	456,6	514,5	596,3	619,2	694,1	858,9	...
Septiembre.....	169,1	200,7	241,1	321,8	388,0	461,5	521,0	602,3	616,4	704,5	874,7	...
Octubre.....	171,2	203,3	252,0	327,1	392,7	467,8	526,7	607,7	620,0	714,4	891,2	...
Noviembre.....	173,4	205,6	263,0	332,3	397,2	473,1	531,7	610,8	625,2	722,8	899,5	...
Diciembre.....	175,5	207,5	269,3	338,6	404,8	475,5	535,2	615,6	633,3	743,4	918,4	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Depósitos a plazo y ahorro vinculado ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero.....	77,1	99,4	117,6	131,2	141,4	152,8	191,7	248,9	384,2	593,3	764,1	929,5
Febrero.....	79,1	100,6	119,7	131,7	142,0	153,0	201,7	291,8	394,2	610,0	780,1	947,0
Marzo.....	81,1	101,8	121,2	132,4	142,2	154,6	210,6	297,9	403,0	623,2	792,1	964,4
Abril.....	83,0	103,3	123,1	132,7	142,8	155,7	217,9	304,3	428,6	638,1	801,9	978,7
Mayo.....	84,3	104,7	125,4	133,7	143,4	157,1	225,0	311,1	449,3	650,8	813,1	...
Junio.....	85,9	106,6	127,4	133,9	144,8	158,7	231,6	318,1	468,9	666,6	825,3	...
Julio.....	87,6	108,2	128,6	135,1	146,0	160,9	239,3	324,8	487,6	682,1	838,3	...
Agosto.....	90,0	109,5	129,4	136,8	147,4	162,7	246,5	335,1	503,6	698,1	850,3	...
Septiembre.....	91,4	110,9	132,0	138,9	148,5	165,0	252,2	344,1	523,7	712,2	861,4	...
Octubre.....	94,2	112,9	126,9	139,7	151,3	167,4	260,5	355,9	539,7	728,0	875,5	...
Noviembre.....	94,3	114,9	128,8	140,9	152,2	170,3	269,1	365,5	557,5	744,3	897,7	...
Diciembre.....	97,7	116,1	130,2	141,6	152,8	176,8	276,9	374,7	574,3	756,9	918,2	...

*** Series desestacionalizadas.

Banca. Total de depósitos ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	271,4	332,6	389,8	471,3	549,7	616,7	711,3	848,4	1.008,3	1.174,9	1.498,7	1.896,0
Febrero	277,0	336,9	394,6	476,6	554,8	622,8	723,0	866,6	1.017,4	1.195,9	1.509,3	1.927,3
Marzo	281,4	342,6	402,6	481,7	557,0	634,2	732,6	877,0	1.025,3	1.226,3	1.549,2	1.977,9
Abril	286,5	347,6	413,7	487,8	559,7	639,7	749,9	892,8	1.032,4	1.254,6	1.575,7	2.012,1
Mayo	291,5	350,2	418,6	495,1	562,6	648,9	762,4	906,1	1.043,2	1.282,5	1.601,5	...
Junio	296,8	354,1	423,3	506,3	568,9	656,7	765,0	920,4	1.057,9	1.305,1	1.636,8	...
Julio	302,0	357,4	429,4	515,6	575,7	662,6	778,6	934,3	1.075,6	1.326,8	1.669,6	...
Agosto	308,5	361,1	436,1	523,4	582,6	668,4	791,5	949,2	1.085,7	1.355,2	1.696,7	...
Septiembre	312,8	361,8	444,5	529,9	589,4	675,5	801,5	961,0	1.101,5	1.391,4	1.728,1	...
Octubre	317,7	371,4	451,2	533,9	593,7	685,6	817,7	975,5	1.112,7	1.410,7	1.758,6	...
Noviembre	323,0	376,2	456,3	541,7	602,6	692,4	827,7	984,7	1.134,4	1.440,2	1.787,7	...
Diciembre	325,3	381,2	467,6	547,7	608,9	701,4	833,0	996,7	1.154,0	1.486,4	1.854,5	...

*** Series desestacionalizadas.

Cajas de ahorro. Total de depósitos ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	98,1	123,1	155,5	188,3	230,5	275,4	337,3	408,9	500,3	603,9	748,1	907,3
Febrero	99,7	125,1	157,3	191,9	235,2	278,5	341,2	418,8	507,0	613,7	762,5	920,8
Marzo	101,5	127,5	159,9	194,6	239,2	282,7	346,8	422,5	516,6	625,1	770,5	934,3
Abril	103,4	129,9	163,0	198,2	242,3	287,4	352,8	432,7	521,5	637,6	792,2	956,3
Mayo	105,6	132,4	165,6	201,2	245,3	292,9	360,7	441,6	525,8	649,0	799,4	...
Junio	107,2	135,3	166,8	205,0	249,0	298,5	363,9	449,0	539,7	661,5	815,2	...
Julio	109,4	137,7	170,0	208,8	253,2	302,7	370,3	456,5	546,6	673,5	830,5	...
Agosto	111,5	140,1	174,0	211,4	256,3	309,6	376,0	463,5	553,7	685,3	844,9	...
Septiembre	113,5	142,6	177,6	216,5	258,9	314,5	381,2	473,4	562,6	697,9	856,5	...
Octubre	115,3	145,1	180,9	220,0	263,1	319,2	389,0	480,9	569,0	709,3	866,3	...
Noviembre	117,8	147,7	184,1	222,0	267,0	325,1	394,8	487,9	584,7	722,4	878,2	...
Diciembre	121,1	149,3	185,8	227,5	271,2	330,3	402,2	494,5	593,2	740,4	891,0	...

*** Series desestacionalizadas.

Sistema crediticio. Crédito al sector privado ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	372,5	439,8	525,2	670,4	780,4	906,4	1.104,3	1.338,0	1.516,0	1.777,7	2.211,6
Febrero	378,7	445,0	534,2	680,9	791,6	916,8	1.120,6	1.354,7	1.532,1	1.798,9	2.258,6
Marzo	388,5	447,9	544,6	692,8	801,3	931,1	1.136,9	1.368,6	1.555,2	1.842,1	2.324,3
Abril	396,2	456,6	558,2	700,7	817,3	939,2	1.155,8	1.383,6	1.577,6	1.870,1	2.365,7
Mayo	403,0	463,2	570,8	707,9	822,0	952,0	1.181,4	1.397,0	1.594,9	1.901,0	...
Junio	407,9	472,5	581,3	717,5	834,6	966,4	1.197,2	1.413,2	1.617,3	1.936,6	...
Julio	411,4	475,8	599,1	727,7	842,7	979,8	1.220,9	1.426,3	1.639,3	1.977,5	...
Agosto	415,5	482,9	610,5	735,2	853,7	996,6	1.245,0	1.441,1	1.654,2	2.013,6	...
Septiembre	421,4	490,2	619,9	745,1	867,0	1.010,9	1.266,2	1.448,3	1.678,1	2.053,0	...
Octubre	427,2	496,8	634,6	755,6	874,8	1.028,3	1.289,9	1.469,9	1.694,8	2.090,9	...
Noviembre	431,5	505,4	646,1	762,9	887,5	1.047,1	1.303,4	1.486,7	1.718,0	2.132,7	...
Diciembre	434,9	519,0	659,2	771,6	895,4	1.086,2	1.318,0	1.502,6	1.763,6	2.185,5	...

*** Series desestacionalizadas.

Banca. Crédito al sector privado ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	218,5	278,3	322,2	379,1	481,0	547,1	623,6	751,9	912,8	1.033,7	1.232,1	1.590,0
Febrero	223,0	282,4	324,7	385,2	487,8	554,9	628,5	762,7	925,0	1.043,6	1.248,6	1.625,1
Marzo	227,1	289,6	325,3	392,2	493,9	561,3	637,2	772,2	934,2	1.061,6	1.285,4	1.686,6
Abril	231,3	294,8	331,5	402,1	498,2	572,7	641,3	785,2	944,5	1.078,8	1.309,7	1.720,5
Mayo	236,1	299,6	336,2	411,6	501,1	574,8	649,0	804,8	954,5	1.092,0	1.335,8	...
Junio	240,7	303,2	342,9	419,2	506,7	582,8	657,3	813,8	964,1	1.110,1	1.366,5	...
Julio	246,4	305,4	344,9	434,7	513,5	587,3	665,3	831,2	972,4	1.127,9	1.400,1	...
Agosto	253,1	307,5	349,9	443,5	518,0	593,9	676,1	849,0	981,7	1.138,2	1.429,4	...
Septiembre	257,9	311,1	354,7	449,2	524,2	602,6	684,2	863,6	985,0	1.156,8	1.462,8	...
Octubre	262,9	314,1	358,6	459,9	531,0	605,8	694,9	880,1	1.000,3	1.169,7	1.491,8	...
Noviembre	268,1	316,8	364,5	466,3	535,3	614,2	708,8	889,2	1.013,1	1.187,4	1.526,8	...
Diciembre	272,3	319,3	376,0	475,0	541,3	617,2	741,4	897,8	1.025,2	1.222,8	1.569,3	...

*** Series desestacionalizadas.

Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado ***

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	23,4	29,9	42,5	55,7	74,0	90,7	115,6	155,3	202,3	249,8	302,6	372,1
Febrero	23,8	30,8	43,8	56,8	75,3	92,6	118,4	158,7	206,3	253,9	307,1	381,7
Marzo	24,1	31,8	44,6	58,1	77,6	94,0	121,2	162,5	209,6	258,1	314,8	387,9
Abril	24,4	32,7	45,6	59,5	79,4	95,7	123,8	165,9	213,5	262,1	316,3	391,7
Mayo	24,9	33,7	46,7	60,9	81,2	97,4	126,8	170,1	217,4	265,7	322,7	...
Junio	25,4	34,7	47,8	61,9	83,0	99,5	129,8	173,8	222,5	269,7	327,5	...
Julio	25,8	35,8	49,0	63,3	84,4	101,5	133,0	177,6	226,3	274,3	333,6	...
Agosto	26,4	36,8	50,0	64,8	85,9	103,5	136,4	181,7	230,5	278,5	339,6	...
Septiembre	27,0	37,8	51,2	66,3	87,2	105,8	139,8	186,0	234,7	282,7	343,9	...
Octubre	27,6	39,0	52,3	67,9	88,2	108,1	143,7	190,7	238,5	286,6	351,7	...
Noviembre	28,4	40,1	53,5	69,5	89,1	110,5	147,5	194,5	243,3	291,6	356,5	...
Diciembre	29,1	41,4	54,5	71,3	89,5	112,9	151,7	198,6	246,1	298,3	365,7	...

*** Series desestacionalizadas.

Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado * * *

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Enero	60,7	71,8	87,3	112,8	140,5	165,7	194,8	220,0	231,8	241,2	248,7
Febrero	61,4	73,1	88,8	115,0	142,4	168,6	197,4	220,3	233,7	242,7	250,4
Marzo	61,9	73,9	90,5	118,0	143,9	171,0	199,6	221,7	234,8	242,4	250,6
Abril	63,4	75,1	92,6	120,0	146,6	172,5	202,2	222,5	235,4	243,3	253,9
Mayo	64,3	76,0	94,6	122,9	148,5	175,3	204,6	223,1	236,7	243,3	...
Junio	65,5	77,4	96,5	129,0	150,6	177,7	207,4	224,3	236,8	243,5	...
Julio	66,7	78,3	98,4	127,9	152,6	180,0	210,0	225,7	236,7	244,2	...
Agosto	67,8	79,7	100,2	127,7	155,3	182,7	212,0	226,8	237,1	245,6	...
Septiembre	68,7	81,1	102,1	131,8	157,7	185,2	214,3	227,8	237,7	247,0	...
Octubre	69,9	82,5	104,3	134,5	159,2	187,6	216,0	228,8	237,8	247,9	...
Noviembre	70,3	83,9	107,9	136,6	161,6	189,5	217,7	228,9	238,4	249,2	...
Diciembre	58,8	70,9	85,5	110,8	138,9	163,9	191,3	218,8	229,4	241,0	248,3	...

*** Series desestacionalizadas.

Emisiones públicas

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1971				1972				1973
						I	II	III	IV	I	II	III	IV	
ADMINISTRACION CENTRAL	37,3	34,8	10,1	61,4	43,1	6,3	14,2	9,5	31,4	20,7	11,3	4,4	6,7	8,0
Emisiones brutas	40,3	45,3	22,3	68,2	47,5	8,1	14,4	10,0	35,7	22,1	12,6	5,6	7,7	9,3
Amortizaciones	— 3,0	— 10,5	— 12,2	— 6,8	— 4,4	— 1,8	— 0,2	— 0,5	— 4,3	— 1,4	— 1,3	— 1,2	— 0,5	— 1,3
Cédulas para inversiones	34,5	30,5	16,9	43,3	31,4	7,3	4,4	9,9	21,7	22,1	2,6	5,5	1,2	2,8
Emisiones brutas	35,3	31,4	17,8	44,2	31,5	8,1	4,4	10,0	21,7	22,1	2,6	5,6	1,2	2,8
Amortizaciones	— 0,8	— 0,9	— 0,9	— 0,9	— 0,1	— 0,8	—	— 0,1	—	—	—	— 0,1	—	—
Pagarés y bonos del Tesoro	—	4,5	4,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,5
Emisiones brutas	—	10,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,5
Amortizaciones	—	— 5,7	— 4,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Obligaciones del Tesoro	—	—	— 4,5	— 4,0	—	—	—	—	— 4,0	—	—	—	—	—
Emisiones brutas	—	1,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Amortizaciones	—	— 1,7	— 4,5	— 4,0	—	—	—	—	— 4,0	—	—	—	—	—
Deudas amortizables	3,6	0,6	3,1	22,5	12,5	— 0,6	9,8	— 0,4	13,7	— 0,7	8,7	— 1,0	5,5	— 0,6
Emisiones brutas	5,0	2,0	4,5	24,0	16,0	—	10,0	—	14,0	—	10,0	—	6,0	—
Amortizable 6 %	—	—	—	20,0	16,0	—	10,0	—	10,0	—	10,0	—	6,0	—
Otras	5,0	2,0	4,5	4,0	—	—	—	—	4,0	—	—	—	—	—
Amortizaciones	— 1,4	— 1,4	— 1,4	— 1,5	— 3,5	— 0,6	— 0,2	— 0,4	— 0,3	— 0,7	— 1,3	— 1,0	— 0,5	— 0,6
Amortizaciones con cargo al Presupuesto	— 0,8	— 0,8	— 0,9	— 0,4	— 0,8	— 0,4	—	—	—	— 0,7	—	— 0,1	—	— 0,7
INSTITUTO NACIONAL DE INDUSTRIA	9,8	11,7	11,8	7,0	15,3	2,1	3,0	— 0,2	2,1	— 1,7	8,7	2,8	5,5	— 1,7
Emisiones brutas	10,4	12,7	12,9	8,4	17,3	3,3	3,0	—	2,1	—	8,7	3,1	5,5	0,3
Amortizaciones	— 0,6	— 1,0	— 1,1	— 1,4	— 2,0	— 1,2	—	— 0,2	—	— 1,7	—	— 0,3	—	— 2,0
ORGANISMOS Y CORPORACIONES	0,1	0,3	— 0,1	— 0,3	...	— 0,1	— 0,1	— 0,1	—	...	...	...	...	...
Emisiones brutas	0,2	0,4	—	0,1	...	—	—	—	0,1	...	...	...	...	...
Amortizaciones	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,4	...	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,1	...	...	...	...	...

Emisiones privadas

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1971				1972				1973
						I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1. Emisiones con aportación de fondos (a+b)	88,4	107,4	109,5	104,4	154,4	32,8	20,0	18,0	33,6	24,9	41,1	28,4	60,0	37,0
Renta fija	39,5	37,7	39,4	32,2	56,4	14,7	1,3	4,1	12,1	5,6	22,2	8,0	20,6	8,6
Emisiones brutas	47,9	43,1	52,0	49,4	71,8	19,4	10,5	4,6	14,9	9,2	27,5	11,5	23,6	13,0
Amortizaciones y conversiones	-2,4	-5,4	-12,6	-17,2	-15,4	-4,7	-9,2	-0,5	-2,8	-3,6	-5,3	-3,5	-3,0	-4,4
Acciones	42,9	51,2	70,7	74,0	92,3	18,6	18,9	14,1	22,4	13,6	18,5	20,8	39,4	23,4
Participaciones de Fondos de Inversión	6,0	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0
a. Sociedades financieras	14,1	31,2	20,0	15,3	56,0	3,2	2,4	5,1	4,6	12,1	9,1	12,8	22,0	15,5
Bonos de caja	3,4	7,0	7,5	3,7	21,6	1,3	-1,1	1,3	2,2	3,6	2,5	6,5	9,0	4,5
Emisiones brutas	4,4	7,9	8,0	8,3	23,1	1,5	3,0	1,4	2,4	3,9	2,8	6,8	9,6	5,1
Amortizaciones y conversiones	-1,0	-0,9	- 0,5	- 4,6	- 1,5	-0,2	-4,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
Acciones	4,7	5,7	13,1	13,4	28,7	2,4	3,7	4,0	3,3	2,8	6,2	6,7	14,5	6,0
Participaciones de Fondos de Inversión	6,0	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0
b. Sociedades no financieras	74,3	76,2	89,5	89,1	98,4	29,6	17,6	12,9	29,0	12,8	32,0	15,6	38,0	21,5
Obligaciones	36,1	30,7	31,9	28,5	34,8	13,4	2,4	2,8	9,9	2,0	19,7	1,5	11,6	4,1
Emisiones brutas	37,5	35,2	44,0	41,1	48,7	17,9	7,5	3,2	12,5	5,3	24,7	4,7	14,0	7,9
Amortizaciones y conversiones	-1,4	-4,5	-12,1	-12,6	-13,9	-4,5	-5,1	-0,4	-2,6	-3,3	-5,0	-3,2	-2,4	-3,8
Acciones	38,2	45,5	57,6	60,6	63,6	16,2	15,2	10,1	19,1	10,8	12,3	14,1	26,4	17,4
2. Emisiones de acciones sin aportación de fondos..	20,5	22,7	17,3	14,7	9,4	3,2	4,0	3,5	4,0	3,1	1,9	2,7	1,7	0,8
Sociedades financieras	3,8	3,5	3,2	3,3	2,3	2,1	0,9	0,2	0,1	2,2	-	-	0,1	0,1
Sociedades no financieras	16,7	19,2	14,1	11,4	7,1	1,1	3,1	3,3	3,9	0,9	1,9	2,7	1,6	0,7
3. Emisiones totales (1+2)	108,9	130,1	126,8	119,1	163,8	36,0	24,0	21,5	37,6	28,0	43,0	31,1	61,7	37,8
Renta fija (neto)	39,5	37,7	39,4	32,2	56,4	14,7	1,3	4,1	12,1	5,6	22,2	8,0	20,6	8,6
Acciones	63,4	73,9	88,0	88,7	101,7	21,8	22,9	17,6	26,4	16,7	20,4	23,5	41,1	24,2
Participaciones de Fondos de Inversión	6,0	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0
Sociedades financieras	17,9	34,7	23,2	18,6	58,3	5,3	3,3	5,3	4,7	14,3	9,1	12,8	22,1	15,6
Sociedades no financieras	91,0	95,4	103,6	100,5	105,5	30,7	20,7	16,2	32,9	13,7	33,9	18,3	39,6	22,2

Colocación de las emisiones públicas y privadas

Miles de millones de pesetas

	1 9 7 0											1 9 7 1											1 9 7 2													
	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable				Total	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable				Total	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable				Total
	Admi-nistra-ción Cen-tral	I. N. I.	Corpo-racio-nes y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total	Admi-nistra-ción Cen-tral		I. N. I.	Corpo-racio-nes y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total	Total	Admi-nistra-ción Cen-tral		I. N. I.	Corpo-racio-nes y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total	Total		
Exterior .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	10,8	10,8	—	—	—	—	—	—	—	...	...	13,8	13,8	—	—	—	—	—	—	—	...	...	14,4	14,4
Administraciones Públicas	—1,0	0,8	—0,2	—0,4	0,1	0,1	0,2	4,5	4,3	—	—0,1	—0,5	—0,6	0,1	—0,9	—0,8	5,3	3,9		
Tesoro .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	4,3	4,3	—	—	—	—	—	—	—	...	...	5,0	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Organismos .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Corporaciones Locales .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Seguridad Social	—1,0	0,8	—0,2	—0,4	0,1	0,1	0,2	...	...	0,2	—	—	—0,1	—0,5	—0,6	0,1	—0,9	—0,8	...	...	0,3	—1,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sistema Crediticio	15,0	11,5	0,5	27,0	1,8	21,3	23,1	...	...	17,1	57,2	61,7	8,3	0,3	70,3	2,5	29,8	32,3	...	...	17,8	120,4	41,6	15,1	0,3	57,0	20,1	29,2	49,3	...	...	13,5	119,8
Otras instituciones financieras	0,1	0,1	—	0,2	...	...	1,5	...	...	7,4	9,1	0,9	0,1	—	1,0	...	...	0,3	...	...	5,0	6,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Compañías de seguros	0,1	0,1	—	0,2	...	0,7	0,7	...	...	0,8	1,7	0,9	0,1	—	1,0	0,1	0,2	0,3	1,8	—	1,8	3,1	...	...	...	...	...	...	0,8	...	...	8,0	8,8
Sociedades de cartera	—	—	—	—	...	0,3	0,3	...	...	5,3	5,6	...	...	...	...	...	...	0,4	...	...	4,1	4,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	8,0	8,8
Fondos de inversión	—	—	—	—	0,1	0,4	0,5	...	1,3	1,3	1,8	...	...	...	—0,2	—0,2	—0,4	0,2	—1,1	—0,9	—1,3	...	...	...	...	—0,4	0,1	—0,3	...	1,4	1,4	1,1	
Instituto Nacional de Industria	—	—	—	—	—	—	—	...	9,1	9,1	9,1	...	...	...	...	...	...	—0,1	2,2	2,1	2,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros	—4,0	—0,6	—0,4	—5,0	...	...	14,6	...	...	38,5	48,1	—1,2	—1,3	—0,1	—2,6	...	...	0,4	...	...	42,9	40,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	10,1	11,8	—0,1	21,8	7,5	31,9	39,4	15,7	71,7	87,4	148,6	61,4	7,0	—0,3	68,1	3,7	28,5	32,2	14,9	72,0	86,9	187,2	43,1	15,3	...	58,4	21,6	34,8	56,4	36,7	70,7	107,4	222,0			

Presupuesto consolidado de las administraciones públicas

Miles de millones de pesetas

	1972	1973
Operaciones no financieras	662,80	825,88
Operaciones corrientes	659,41	822,10
Impuestos directos (a)	319,18	419,06
Impuestos indirectos	237,97	279,22
Tasas y otros ingresos	49,85	64,61
Transferencias corrientes	21,52	24,40
Ingresos patrimoniales	30,89	34,81
Operaciones de capital	3,39	3,78
Enajenación de inversiones reales	3,19	3,75
Transferencias de capital	0,20	0,03
Operaciones financieras	47,78	50,65
Variación de activos financieros	10,71	12,50
Variación de pasivos financieros	37,07	38,15
TOTAL DE INGRESOS	710,58	876,53
Operaciones no financieras	681,65	843,15
Operaciones corrientes	529,36	663,98
Remuneraciones de personal	232,68	266,02
Compra de bienes y servicios	99,92	123,12
Intereses	11,31	15,98
Transferencias corrientes	185,45	258,86
Operaciones de capital	152,29	179,17
Inversiones reales	117,46	140,07
Transferencias de capital	34,83	39,10
Operaciones financieras	26,44	31,02
Variación de activos financieros	8,82	9,34
Variación de pasivos financieros	17,62	21,68
Remanente de Tesorería en Organismos Autónomos	2,49	2,36
TOTAL DE GASTOS	710,58	876,53

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Presupuesto del Sector Público 1972 y 1973.

(a) Incluye 189,5 miles de millones en 1972 y 267,1 en 1973 de contribuciones a la Seguridad Social.

Presupuesto de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1969	1970	1971	1972	1973
Operaciones no financieras	263,79	302,71	346,10	401,83	465,66
Operaciones corrientes	263,67	302,59	345,95	401,68	465,51
Impuestos directos	71,50	86,10	99,00	115,00	135,70
Impuestos indirectos	150,57	174,65	189,90	225,10	260,80
Tasas y otros ingresos	21,00	22,49	28,70	29,70	35,50
Transferencias corrientes	6,10	7,08	9,40	10,70	11,42
Ingresos patrimoniales	14,50	12,27	18,95	21,18	22,09
Operaciones de capital	0,12	0,12	0,15	0,15	0,15
Enajenación de inversiones reales	0,12	0,12	0,15	0,15	0,15
Transferencias de capital	—	—	—	—	—
Operaciones financieras	8,00	7,05	24,00	17,50	8,62
Variación de activos financieros	2,50	3,55	0,70	0,70	0,82
Variación de pasivos financieros	5,50	3,50	23,30	16,80	7,80
TOTAL DE INGRESOS	271,79	309,76	370,10	419,33	474,28
Operaciones no financieras	264,41	301,08	360,32	408,12	461,69
Operaciones corrientes	179,50	206,95	254,32	288,75	329,46
Remuneración de personal	115,33	127,09	149,10	164,61	185,11
Compra de bienes y servicios	15,20	18,76	23,13	26,19	31,45
Intereses	5,54	5,81	5,97	6,73	8,21
Transferencias corrientes	43,43	55,29	76,12	91,22	104,69
Operaciones de capital	84,91	94,13	106,00	119,37	132,23
Inversiones reales	45,18	52,93	61,41	53,82	61,77
Transferencias de capital	39,73	41,20	44,59	65,55	70,46
Operaciones financieras	7,38	8,68	9,85	11,21	12,59
Variación de activos financieros	4,61	5,14	6,09	5,10	5,13
Variación de pasivos financieros	3,22	3,54	3,76	6,11	7,46
TOTAL DE GASTOS	271,79	309,76	370,17	419,33	474,28

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Libros Rojos del Presupuesto».

**Presupuestos de organismos autónomos, corporaciones locales
y Seguridad Social**

Miles de millones de pesetas

	Organismos autónomos		Corporaciones locales (a)		Seguridad Social	
	1972	1973	1972	1973	1972	1973
Operaciones no financieras	57,81	61,77	90,04	114,03	214,16	295,27
Operaciones corrientes	25,54	29,82	86,90	109,84	214,16	295,22
Impuestos directos	0,13	0,15	14,50	16,12	189,55	267,09
Impuestos indirectos	0,64	2,12	8,35	13,05	3,89	3,25
Tasas y otros ingresos	3,93	3,63	27,70	37,93	—	—
Transferencias corrientes	20,58	23,62	33,00	37,60	16,63	19,31
Ingresos patrimoniales	0,26	0,30	3,35	5,14	4,09	5,57
Operaciones de capital	32,27	31,95	3,14	4,19	—	0,05
Enajenación de inversiones reales	1,14	1,10	1,89	2,50	—	—
Transferencias de capital	31,13	30,85	1,25	1,69	—	—
Operaciones financieras	11,78	12,54	17,37	27,20	1,13	2,28
Variación de activos financieros	8,88	9,40	—	—	1,13	2,28
Variación de pasivos financieros	2,90	3,14	17,37	27,20	—	—
TOTAL DE INGRESOS	69,59	74,31	107,41	141,23	215,29	297,55
Operaciones no financieras	61,64	66,40	97,63	128,33	215,29	297,55
Operaciones corrientes	30,22	34,46	66,77	85,79	212,49	292,55
Remuneración de personal	12,10	14,67	33,73	42,11	29,00	32,00
Compra de bienes y servicios	8,02	8,76	24,45	30,74	43,97	55,00
Intereses	1,03	1,03	3,41	6,60	0,15	0,15
Transferencias corrientes	9,07	10,00	5,18	6,34	139,37	205,40
Operaciones de capital	31,42	31,94	30,86	42,54	2,80	5,00
Inversiones reales	30,02	30,77	30,80	42,48	2,80	5,00
Transferencias de capital	1,40	1,17	0,06	0,06	—	—
Operaciones financieras	5,46	5,55	9,78	12,90	—	—
Variaciones de activos financieros	3,73	4,22	—	—	—	—
Variaciones de pasivos financieros	1,73	1,33	9,78	12,90	—	—
Remanente de Tesorería en organismos autónomos	2,49	2,36	—	—	—	—
TOTAL DE GASTOS	69,59	74,31	104,71	141,23	215,29	297,55

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Presupuesto del Sector Público 1972 y 1973».

(a) Comprende los presupuestos ordinarios, especiales y extraordinarios.

Administraciones públicas (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	19,3	24,9	24,9	31,7	33,8	40,9	48,0	51,2	66,4	81,2	...
Sueldos y salarios	49,5	57,5	67,2	78,2	97,2	123,5	137,2	160,0	179,6	203,2	...
Intereses	6,3	6,2	7,1	9,2	8,9	9,7	12,5	14,6	15,9	16,4	...
Prestaciones sociales	14,4	17,3	21,1	24,7	29,2	68,2	78,0	94,1	108,6	143,2	...
Subvenciones	11,5	9,4	12,1	15,5	18,7	20,7	24,1	25,7	28,9	43,1	...
Transferencias corrientes	4,4	9,7	9,0	12,1	11,7	14,8	19,9	17,6	32,7	31,6	...
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,5	0,4	1,2	— 0,1	— 1,2	2,6	— 0,3	2,5	— 1,2	1,1	...
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	82,9	77,9	97,9	96,7	82,3	...
TOTAL	144,5	164,0	194,8	228,8	263,0	363,3	396,2	463,5	527,6	602,5	...
Ingresos de la propiedad y de la empresa	9,6	7,4	12,0	15,3	14,9	19,0	27,6	28,1	38,4	32,1	...
Impuestos indirectos	65,7	73,4	86,7	105,3	127,7	144,1	154,7	186,7	210,7	230,2	...
Impuestos directos	36,5	40,7	44,3	50,0	57,8	65,3	70,0	80,8	93,1	112,9	...
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	2,4	3,1	3,5	4,1	5,1	5,8	7,6	9,5	9,9	12,4	...
Contribuciones a la Seguridad Social	27,3	35,1	43,6	48,9	51,7	120,3	128,2	147,3	163,7	201,1	...
Transferencias corrientes	3,0	4,3	4,7	5,2	5,8	8,8	8,3	11,1	11,8	13,5	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

- (a) Incluye Estado, Organismos Autónomos y Administrativos, Corporaciones locales y Seguridad Social. Al ser una cuenta consolidada, sus cifras no coinciden con la suma acumulada de sus distintos componentes.

Administraciones públicas (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	17,8	23,0	31,4	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	64,9	86,3	...
Compras netas de terrenos	— 0,4	0,5	0,1	0,3	0,8	2,3	2,2	2,0	4,1	6,3	...
Transferencias de capital	10,7	13,6	16,7	19,1	19,0	19,6	22,8	34,4	30,5	25,7 (b)	...
Capacidad de financiación	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,7	14,0	12,6	8,0	— 24,6	...
TOTAL	43,8	41,1	56,0	62,2	70,4	89,5	86,3	106,1	107,5	93,6	...
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	82,3	...
Impuestos sobre el capital	3,4	3,6	4,4	4,7	5,2	6,5	8,0	7,7	10,4	11,3	...
Transferencias de capital	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

(b) Neto.

Administraciones públicas (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación de caja y depósitos transferibles (b)	3,7	6,0	1,8	3,5	0,5	22,6	20,7	13,7	8,9	27,6	...
Adquisición de obligaciones (neto)	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	—0,7	...
Adquisición de acciones (neto)	3,6	—0,6	0,1	1,2	1,3	0,7	1,3	3,4	4,6	5,6	...
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—0,8	—0,1	0,5	—0,1	0,6	—0,4	—	0,1	0,6	—	...
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	8,7	4,3	17,9	27,3	33,2	32,2	33,8	36,2	20,2	24,2	...
Inversión neta en servicios comerciales (c)	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	0,4	1,4	1,2	0,9	...
Otros activos financieros	—	—	2,9	2,6	4,7	7,6	10,1	10,3	12,9	12,6	...
Variación neta activos financieros	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	70,2	...
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	24,6	...
TOTAL	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	94,8	...
Moneda emitida por el Tesoro y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	2,5	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	...
Variaciones en otros depósitos recibidos (neto)	1,4	0,2	—1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,4	—0,6	...
Emisión Deuda pública (neto)	—1,9	1,3	11,4	24,1	22,0	25,7	37,4	31,8	16,0	61,5	...
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,4	—0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	...
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	1,4	1,3	2,5	3,4	6,0	3,7	6,6	6,3	3,4	4,0	...
Anticipos del Banco de España	—0,9	—2,8	1,6	5,0	4,0	—0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	...
Otros pasivos financieros	2,3	7,8	3,3	—2,0	4,7	11,2	4,6	15,1	15,9	21,6	...
Variación neta pasivos financieros	3,5	10,2	21,4	33,4	40,1	46,1	58,2	59,3	41,2	94,8	...
Capacidad financiera	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,6	14,0	12,6	8,0	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

(b) Incluye «Variación en otros depósitos».

(c) Comprende la inversión real y financiera en esos servicios.

**Administraciones públicas
Estado (a)**

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios.	11,1	14,0	13,3	16,8	16,3	17,7	17,3	19,0	24,0	27,40	...
En el interior.	11,1	14,0	12,1	15,1	15,0	15,8	15,4	15,7	22,8	—	...
En el exterior.	—	—	1,2	1,7	1,3	1,9	1,9	3,3	1,2	—	...
Sueldos y salarios.	30,7	35,7	39,1	49,0	68,9	87,1	96,0	111,3	120,8	135,3	...
Intereses.	5,0	4,9	5,4	7,3	7,3	7,7	10,6	12,5	13,3	13,4	...
Pagados en el interior.	4,6	4,4	4,6	6,4	6,6	6,8	9,3	11,2	11,9	12,1	...
Pagados en el exterior.	0,4	0,5	0,8	0,9	0,7	0,9	1,3	1,3	1,4	1,3	...
Subvenciones.	11,1	9,1	12,0	14,9	18,1	20,1	22,7	24,6	27,5	41,1	...
Transferencias corrientes.	7,4	17,7	27,8	24,4	24,8	32,1	45,2	49,8	70,4	80,0	...
A Administraciones públicas.	4,8	11,5	11,7	15,3	16,1	22,3	29,3	36,7	42,7	52,3	...
A otros sectores.	2,4	6,0	5,9	8,9	8,5	9,2	14,6	11,8	26,9	27,0	...
Al exterior.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	1,3	1,3	0,8	0,7	...
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados.	—0,1	—0,1	0,4	—0,4	—0,4	—0,2	—0,3	—	—0,5	0,4	...
Ahorro.	31,8	25,2	40,0	43,7	64,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	...
TOTAL.	97,0	106,5	127,9	155,7	187,3	217,3	238,8	283,1	328,6	362,1	...
Ingresos de la propiedad y de la empresa.	6,2	3,5	8,6	11,5	9,6	13,6	22,0	20,9	29,9	22,9	...
Impuestos indirectos (b).	58,7	67,7	80,8	98,8	121,8	137,4	147,4	177,9	200,3	218,6	...
Impuestos directos (c).	28,9	31,6	34,3	40,7	49,3	56,7	60,4	72,5	83,1	101,5	...
Sobre las empresas.	18,7	20,2	21,7	27,0	31,0	35,2	37,7	45,7	51,2	60,5	...
Sobre las familias.	10,2	11,4	12,6	13,7	18,3	21,5	22,7	26,8	31,9	41,0	...
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones.	0,7	0,3	0,3	1,0	2,3	3,0	3,3	4,0	6,7	9,6	...
Transferencias corrientes.	2,5	3,4	3,8	3,6	4,4	6,6	5,7	7,8	8,6	9,5	...
De administraciones públicas.	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,9	1,0	...
De otros sectores.	2,4	3,2	3,6	3,4	4,2	6,2	5,4	7,1	7,5	8,1	...
Del exterior.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de Administraciones públicas.

- (a) El Estado es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 49.
 (b) Los impuestos indirectos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales (por ejemplo, póliza turismo, timbres, derechos publicidad, derechos reguladores).
 (c) Los impuestos directos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales.

Administraciones públicas
Estado (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	10,1	13,9	17,8	20,7	29,2	32,6	27,9	31,2	35,7	49,9	...
Compras netas de terrenos	0,4	0,9	1,2	1,5	1,4	1,7	1,6	1,2	3,2	4,4	...
Transferencias de capital	—	—	21,5	24,9	26,3	27,8	32,7	39,1	36,3	42,0	...
A Administraciones públicas	—	—	5,0	6,0	7,5	8,6	10,2	11,6	12,9	17,4	...
A otros sectores	—	—	16,5	18,9	18,8	19,2	22,2	27,2	23,1	24,2	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,3	0,3	0,3	0,4	...
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	...
TOTAL	35,4	33,8	42,7	47,1	58,0	62,1	62,2	71,4	77,4	96,3	...
Ahorro	31,8	25,3	40,0	43,8	54,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	...
Impuestos sobre el capital	2,0	1,9	2,2	2,2	2,5	2,8	3,4	3,8	4,3	5,0	...
Transferencias de capital	1,7	1,1	0,5	0,6	1,1	0,9	0,5	—	—	—	...
De Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,8	0,1	—	—	—	...
Del exterior	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	—	—	—	...
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,3	1,1	—1,0	0,3	0,9	—0,3	2,9	—2,3	1,6	15,8	...
Adquisición de acciones (neto)	3,6	—0,2	0,1	1,2	1,2	0,6	1,1	3,2	4,3	5,0	...
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—1,0	0,2	0,8	0,7	1,1	0,6	—	—	0,1	—	...
A Administraciones públicas	—	0,3	0,8	0,8	0,4	—	—	—	—	—	...
A otros sectores	—1,0	—0,1	—	—0,1	0,7	0,6	—	—	0,1	—	...
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	30,7	34,2	17,7	21,6	...
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—0,3	—	0,2	0,2	...
A otros sectores	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	31,0	34,2	17,5	21,4	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Inversión neta en servicios comerciales incluidos en el presupuesto del Estado	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	10,7	1,3	1,2	1,0	...
Otros activos financieros	1,5	0,2	2,9	1,2	4,6	6,7	0,4	2,9	15,6	8,7	...
Variación neta en activos financieros	13,1	5,5	20,9	31,2	40,1	37,6	45,9	39,4	40,5	52,1	...
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	...
TOTAL	13,1	11,0	20,9	31,7	40,1	43,3	56,7	40,8	40,5	78,9	...
Emisión en moneda y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	1,4	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	...
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	1,7	1,4	0,8	3,5	1,7	2,3	5,5	2,7	5,4	0,5	...
De Administraciones públicas	0,3	1,2	0,5	1,1	1,4	1,1	2,4	0,2	1,9	1,0	...
De otros sectores	1,4	0,2	—1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,5	—0,5	...
Emisión de obligaciones (neto)	—1,7	2,2	11,9	24,5	22,4	25,9	37,2	29,7	15,1	60,9	...
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	1,0	—1,0	—	—	—	—	—	—	...
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	0,4	1,1	0,4	0,6	3,7	2,0	5,2	1,4	0,6	—0,8	...
De otros sectores	—1,3	—0,4	—	—0,1	2,7	1,9	—0,1	—0,1	—0,1	—	...
Del exterior	1,7	1,5	0,4	0,7	1,0	0,1	5,3	1,5	0,7	—0,8	...
Anticipos recibidos por el Tesoro del Banco de España (neto)	—0,9	—2,8	1,6	5,0	3,9	—0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	...
Otros pasivos financieros	2,2	7,8	3,3	—2,0	4,7	9,4	2,9	4,0	15,5	10,9	...
Variación neta en pasivos financieros	2,2	10,9	18,8	31,7	39,0	43,3	56,7	40,8	38,3	78,9	...
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,1	2,9	3,1	3,1	4,5	4,6	4,9	3,8	4,9	5,9	...
En el interior	—	—	2,9	2,9	3,6	3,8	4,2	3,8	4,9	—	...
Directos al exterior	—	—	0,2	0,2	0,9	0,8	0,7	—	—	—	...
Sueldos y salarios	5,5	6,5	8,0	7,9	5,1	5,6	6,1	7,4	8,3	8,8	...
Intereses	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,8	...
Transferencias corrientes	1,1	2,6	2,4	3,2	2,6	2,6	3,1	3,3	4,2	3,6	...
A Administraciones públicas	—	0,1	0,3	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	1,1	...
A otros sectores	1,1	2,5	2,1	2,4	1,8	2,0	2,2	2,5	3,3	2,5	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,2	0,1	0,1	—	...
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,8	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,1	...
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	— 0,7	— 0,8	— 0,1	1,6	— 0,7	— 0,9	...
TOTAL	9,4	12,9	14,3	16,0	11,2	12,4	14,5	16,2	17,2	18,1	...
Ingresos de la propiedad y de la empresa	0,5	0,5	0,3	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	...
Impuestos indirectos	2,8	4,0	4,0	4,3	3,0	3,1	2,8	3,2	3,1	1,5	...
Impuestos directos	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	...
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	1,6	2,4	2,5	2,3	1,8	2,1	1,6	2,0	1,1	1,2	...
Transferencias corrientes	4,5	5,9	7,3	8,9	6,0	6,6	9,5	10,3	12,2	15,1	...
De las Administraciones públicas	4,0	4,9	6,3	7,3	4,5	4,4	6,9	6,7	8,5	10,4	...
De otros sectores	0,5	1,0	1,0	1,6	1,5	2,2	2,6	3,6	3,7	4,7	...
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Los organismos autónomos administrativos son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	2,7	3,7	5,5	6,1	5,8	7,0	8,3	8,4	10,3	12,9	...
Compras netas de terrenos	—	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	—	0,2	...
Transferencias de capital	0,8	—	0,3	0,6	0,5	0,9	0,3	0,3	0,5	0,5	...
A Administraciones públicas	0,6	—	0,1	0,3	0,3	0,5	—	—	—	—	...
A otros sectores	0,2	—	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	...
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	...
TOTAL	3,7	5,5	6,0	7,2	6,9	8,1	9,6	12,5	11,8	15,7	...
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	—0,7	—0,8	—0,1	1,6	—0,7	—1,0	...
Transferencias de capital	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	...
De Administraciones públicas	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	...
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	—	0,8	—	—0,1	0,4	0,6	1,7	1,3	1,2	4,5	...
Variación en otros depósitos	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	...
En Administraciones públicas	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	...
Adquisición de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	0,2	—0,1	0,6	0,1	0,1	0,2	—	0,1	—	—	...
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	0,2	—0,3	0,2	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	...
A Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	—	—	—	—	...
A otros sectores	0,2	—0,3	0,1	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	...
Otros activos financieros	—	—	—	1,3	—1,1	1,4	—0,2	1,5	—2,1	0,6	...
Variación neta en activos financieros	0,5	1,6	1,1	1,8	1,4	2,2	3,0	5,9	2,6	6,9	...
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	...
TOTAL	0,5	1,6	1,8	1,8	1,4	2,5	3,0	5,9	2,6	6,9	...
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	1,0	—	—	—	—	—	—0,1	—	...
Emisión de obligaciones (neto)	—	0,1	—	—	—	—	0,1	—	—	—	...
De Deuda pública	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—	...
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	—0,1	—0,1	0,2	—	—	—	—	—	...
De Administraciones públicas	—	—	—	0,1	0,2	—	—	—	—	—	...
De otros sectores	—	—	—0,1	—0,2	—	—	—	—	—	—	...
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—0,3	—	0,9	1,6	0,8	0,6	0,7	1,0	1,2	1,4	...
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—0,2	—	—	—	...
De otros sectores	—0,3	—	—0,9	1,6	0,8	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	...
Otros pasivos financieros	0,6	—	—	—	—	1,8	1,7	1,2	0,4	3,4	...
Variación neta en pasivos financieros	0,3	0,1	1,8	1,5	1,0	2,5	2,3	2,2	1,6	4,8	...
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,0	2,9	2,8	3,1	3,1	3,5	4,3	4,9	5,0	7,0	...
Sueldos y salarios	7,9	9,7	11,4	12,3	14,3	17,0	19,9	23,4	29,2	33,0	...
Intereses	0,9	1,0	1,3	1,3	1,1	1,5	1,4	1,7	1,9	2,2	...
Transferencias corrientes	0,4	1,0	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,5	2,2	2,3	...
A Administraciones públicas	—	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,9	0,9	...
A otros sectores	0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,9	1,1	1,3	1,4	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Subvenciones	—	—	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	1,4	2,0	...
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,6	0,3	0,1	0,7	—0,2	—0,6	1,0	—0,4	—0,7	—0,7	...
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	...
TOTAL	13,5	16,9	17,8	20,8	26,1	29,5	38,0	41,9	49,0	55,3	...
Ingresos de la propiedad de la empresa	1,5	1,7	0,9	1,0	2,4	2,2	2,1	2,7	3,2	3,8	...
Impuestos indirectos	4,2	1,7	1,8	2,1	2,9	3,6	4,5	5,6	7,3	8,1	...
Impuestos directos	7,5	8,9	9,8	9,2	8,5	8,1	9,0	7,7	9,4	11,3	...
Derechos obligatorios y nominales, multas y sanciones	0,1	0,3	0,7	0,7	1,0	0,7	2,7	3,5	2,1	1,7	...
Transferencias corrientes	0,2	4,3	4,6	7,8	11,4	14,8	19,7	22,4	27,1	30,4	...
De las Administraciones públicas	0,2	4,2	4,6	7,7	11,3	14,7	19,6	22,2	26,9	30,3	...
De otros sectores	—	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	...
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Las Corporaciones locales son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	4,5	5,2	6,5	7,6	8,4	8,4	9,2	15,0	13,4	17,3	...
Compras netas de terrenos	— 0,8	— 0,6	— 1,2	— 1,4	— 0,8	— 0,4	0,3	0,5	0,9	1,7	...
Transferencias de capital	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	...
A Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	...
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	...
TOTAL	3,8	4,8	5,4	6,7	9,5	11,1	14,5	15,5	16,6	19,0	...
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	...
Impuestos sobre el capital	1,5	1,7	2,2	2,5	2,7	3,7	4,5	3,9	6,1	6,3	...
Transferencias de capital	0,8	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	...
De Administraciones públicas	0,8	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	...
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas

Corporaciones locales (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,4	—0,8	0,3	0,1	2,0	2,7	4,9	5,1	1,8	3,5	...
Variación en otros depósitos	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	1,0	2,1	—1,9	0,1	1,1	...
En Administraciones públicas	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	4,0	2,1	—1,9	—	—	...
Adquisiciones de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	...
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—0,1	—	—	—	—	—	...
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	...
Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
A otros sectores	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	...
Otros activos financieros	0,8	—	—	—	1,3	—0,5	—0,7	—	3,0	3,9	...
Variación neta en activos financieros	1,4	—0,1	0,7	0,6	3,4	3,2	6,4	3,2	4,7	8,5	...
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	...
TOTAL	1,4	0,7	2,5	2,0	3,4	3,2	6,4	4,7	4,7	10,9	...
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Emisión de obligaciones (neto)	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	...
Deuda pública	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	...
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	...
De Administraciones públicas	—	—	0,8	0,2	0,1	—	—	—	—	—	...
De otros sectores	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	...
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	1,2	0,2	1,4	1,4	1,5	1,1	0,6	3,9	1,8	3,7	...
De Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	0,1	—	0,2	0,3	...
De otros sectores	1,2	0,2	1,3	1,4	1,5	1,1	0,5	3,9	1,6	3,4	...
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,7	...
Variación neta en pasivos financieros	1,4	0,7	2,5	2,0	2,0	1,6	1,5	4,7	2,5	—	...
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	4,0	5,1	5,8	8,7	10,1	15,1	20,4	23,6	32,4	40,9	...
Sueldos y salarios	5,5	7,7	8,7	9,1	10,9	13,7	15,1	18,0	21,3	26,2	...
Intereses	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1	0,1	...
Prestaciones sociales	14,4	17,3	21,6	24,7	29,2	68,2	78,0	94,1	108,6	143,3	...
Subvenciones	—	—	—	—	—	—	0,7	—	—	—	...
Transferencias corrientes	0,2	0,4	0,4	0,3	0,7	2,5	0,8	0,9	1,0	0,2	...
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	0,1	0,1	0,6	0,2	...
A otros sectores	0,2	0,4	0,4	0,3	0,7	2,5	0,7	0,8	0,4	—	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	0,2	—0,9	—0,3	0,2	3,5	0,9	3,0	0,1	1,6	...
Ahorro	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	20,6	14,4	9,3	...
TOTAL	29,3	39,6	47,0	52,4	55,6	127,2	135,2	160,2	178,0	221,6	...
Ingresos de la propiedad y de la empresa (b)	1,4	1,7	2,3	2,4	2,7	3,1	3,4	4,3	5,2	7,4	...
Contribuciones a la Seguridad Social	27,3	35,1	43,5	48,9	51,9	120,3	128,2	147,4	163,7	201,1	...
De empresas	20,6	26,1	32,3	37,1	38,6	100,8	104,3	120,1	132,9	159,6	...
De familias	6,7	9,0	11,2	11,8	13,3	19,1	23,6	27,3	30,8	41,5	...
Del exterior	—	—	—	—	—	0,4	0,3	—	—	—	...
Transferencias corrientes	0,6	2,8	1,1	1,1	1,1	3,9	3,7	8,5	9,0	13,1	...
De Administraciones públicas	0,6	2,8	1,1	1,1	1,1	3,9	3,6	8,5	8,8	12,9	...
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	0,1	—	0,2	0,2	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) La Seguridad Social es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 43.

(b) En 1971 se incluyen 2,1 en concepto de «Impuestos indirectos».

Administraciones públicas
Seguridad Social (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	0,5	0,2	1,4	2,1	2,3	2,0	1,9	2,4	5,6	6,2	...
Compras netas de terrenos	—	—	—	—	—	—	—	0,2	—	—	...
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,6	0,6	...
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,5	0,6	...
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	...
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	...
TOTAL	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	21,1	14,8	9,3	...
Ahorro	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	20,6	14,4	9,3	...
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	...
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	...
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,4	—	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones Públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	2,9	4,9	2,5	3,3	— 2,8	19,7	11,1	9,6	4,0	4,1	...
Variación en otros depósitos	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	0,3	— 0,3	...
A Administraciones públicas	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	—	—	...
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	— 0,3	...
Adquisición de obligaciones (neto)	1,5	4,5	5,7	4,4	4,1	0,1	5,7	4,2	— 0,7	— 1,6	...
Deuda pública	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	— 0,1	— 1,9	— 1,0	— 0,9	...
De obligaciones de empresas	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	— 0,7	...
Adquisición de acciones (neto)	—	— 0,5	—	—	—	—	0,1	0,2	0,3	0,6	...
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	...
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	0,3	0,1	0,2	0,6	0,9	0,9	2,0	1,3	1,2	1,0	...
Otros activos financieros	—	—	—	—	—	—	0,3	6,5	— 3,6	— 0,7	...
Variación neta en activos financieros	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	...
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
TOTAL	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	...
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	0,3	—	0,5	0,1	—	—	—	—	—	...
De Administraciones públicas	—	0,3	—	0,5	—	—	—	—	—	—	...
De otros sectores	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—	—	...
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	— 0,2	—	—	—	...
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	8,9	— 0,1	0,6	...
Variación neta en pasivos financieros	—	0,3	—	0,5	0,1	—	— 0,2	8,9	— 0,1	0,6	...
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	...

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

(a) Véase nota al Apéndice 49.

Administración Central: Financiación

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972
OPERACIONES NO FINANCIERAS (Neto)	— 6,0	— 0,6	3,2	— 27,9	0,8
Ingresos	236,7	279,2	315,1	354,4	411,3
Presupuesto (a)	228,9	265,9	301,1	340,2	398,7
Anexo	0,7	6,0	6,5	6,4	6,5
Por cuenta de las Corporaciones locales	7,1	7,3	7,5	7,8	6,1
Pagos	— 244,2	— 282,8	— 319,9	— 382,9	— 429,8
Presupuesto (b)	— 233,8	— 269,5	— 296,2	— 356,7	— 408,1
Adicional	—	—	3,5	— 11,3	—
Apéndice	— 3,5	— 1,3	— 1,3	— 0,2	— 6,9
Anexo	— 1,3	— 5,5	— 5,3	— 7,1	— 5,7
Por cuenta de las Corporaciones locales	— 5,6	— 9,1	— 7,6	— 7,6	— 9,1
Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	1,5	3,0	2,0	0,6	(19,3)
FINANCIACION (Neta)	6,0	0,6	— 3,2	27,9	— 0,8
Activos financieros (neto)	— 1,5	— 2,7	— 3,7	— 4,0	— 5,0
Ingresos	0,8	1,0	0,7	0,8	1,0
Pagos	— 2,3	— 3,7	— 4,4	— 4,8	— 6,0
Dotaciones al Crédito Oficial (—)	— 31,1	— 32,6	— 15,5	— 22,4	— 18,0
Emisiones de deuda (neto) (d)	37,3	34,8	10,1	61,4	43,1
Emisiones brutas	40,3	45,3	22,3	68,2	47,5
Amortizaciones (—)	— 3,0	— 10,5	— 12,2	— 6,8	— 4,4
Préstamos exteriores (neto)	4,6	—	— 0,3	1,6	0,6
Préstamos brutos	5,3	0,8	0,6	2,2	2,5
Amortizaciones (—)	— 0,7	— 0,8	— 0,9	— 0,6	— 1,9
Recurso neto al Banco de España (e)	— 3,3	1,1	6,2	2,4	— 21,5
Emisión de moneda metálica	3,7	1,9	1,0	1,1	0,9
Otros conceptos	— 7,0	— 0,8	5,2	— 9,8	— 22,4
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	—	—	11,1	—
Crédito al I. N. I.	—	—	—	— 11,1	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

- (a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de variación de pasivos financieros.
- (b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y deudas (Deuda del Estado, Cédulas de Reconstrucción Nacional y Obligaciones Renfe amortizadas).
- (c) Incluye también ajustes.
- (d) Cédulas para inversiones, deuda universitaria y pagarés del Tesoro.
- (e) Cuentas corrientes del Tesoro, servicio financiero de la deuda, talones pendientes de pago, y otras cuentas de la Administración Central en el Banco de España (incluye la deuda de Renfe y el crédito al I. N. I. del Banco de España asumidos por el Tesoro).

Administración Central: Financiación

Cifras trimestrales

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1 9 7 1				1 9 7 2			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
OPERACIONES NO FINANCIERAS (neto)	— 27,9	0,8	— 7,8	10,9	— 8,6	— 22,4	— 16,3	9,8	9,4	— 2,1
Ingresos	354,4	411,3	71,3	94,6	85,6	102,9	81,7	103,2	106,1	120,3
Presupuesto	340,2	398,7	69,7	90,1	82,3	98,1	79,7	98,9	102,5	117,6
Anexo	6,4	6,5	1,2	2,3	2,9	—	1,5	1,9	3,1	—
Por cuenta de corporaciones locales	7,8	6,1	0,4	2,2	0,4	4,8	0,5	2,4	0,5	2,7
Pagos	— 382,9	— 429,8	— 97,1	— 89,7	— 85,4	— 110,7	— 96,5	— 105,9	— 101,9	— 125,5
Presupuesto	— 356,7	— 408,1	— 82,0	— 88,8	— 80,6	— 105,3	— 90,6	— 99,6	— 95,5	— 122,4
Adicional	— 11,3	—	— 9,8	—	—	— 1,5	—	—	—	—
Apéndice	— 0,2	— 6,9	0,8	0,1	— 0,7	— 0,4	— 0,6	— 0,4	— 3,8	— 2,1
Anexo	— 7,1	— 5,7	— 1,1	— 1,4	— 2,8	— 1,8	— 0,5	— 2,1	— 1,4	— 1,7
Por cuenta de corporaciones locales	— 7,6	— 9,1	5,0	0,4	— 1,3	— 1,7	— 4,8	— 3,8	— 1,2	— 0,7
Por operaciones de Tesorería (neto)	0,6	19,3	18,0	6,0	— 8,8	— 14,6	— 1,5	12,5	5,2	3,1
FINANCIACION NETA	27,9	— 0,8	7,8	— 10,9	8,6	22,4	16,3	— 9,8	— 9,4	2,1
Activos financieros (neto)	— 4,0	— 5,0	— 0,3	— 0,2	—	— 3,5	— 0,4	— 0,5	0,2	— 4,3
Ingresos	0,8	1,0	0,7	—	—	0,1	0,7	—	0,2	0,1
Pagos	— 4,8	— 6,0	— 1,0	— 0,2	—	— 3,6	— 1,1	— 0,5	—	— 4,4
Dotaciones al crédito oficial	— 22,4	— 18,0	— 6,3	— 1,3	— 5,8	— 9,0	— 3,4	— 1,8	— 3,9	— 8,9
Emisión de Deuda (neto)	61,4	43,1	6,3	14,2	9,5	31,4	20,7	11,3	4,4	6,7
Emisiones brutas	68,2	47,5	8,1	14,4	10,0	35,7	22,1	12,6	5,6	7,2
Amortizaciones	— 6,8	— 4,4	— 1,8	— 0,2	— 0,5	— 4,3	— 1,4	— 1,3	— 1,2	— 0,5
Préstamos exteriores	1,6	0,6	— 0,1	— 0,3	2,1	— 0,1	— 0,1	— 0,2	—	0,9
Préstamos brutos	2,2	2,5	—	—	2,2	—	—	—	1,0	1,5
Amortizaciones	— 0,6	— 1,9	— 0,1	— 0,3	— 0,1	— 0,1	— 0,1	— 0,2	— 1,0	0,6
Recurso neto al Banco de España	2,4	— 21,5	8,2	— 23,3	13,9	3,6	— 0,5	— 18,6	— 10,1	7,7
Emisión de moneda	1,1	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2
Otros conceptos	— 9,8	— 22,4	7,9	— 23,7	2,6	3,4	— 0,9	— 18,8	— 10,2	7,5
Por traspaso crédito I. N. I.	11,1	—	—	—	11,1	—	—	—	—	—
Crédito al I. N. I.	— 11,1	—	—	—	— 11,1	—	—	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.
Ver notas del cuadro 64 del Apéndice.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	Reservas a 31 de diciembre de 1972	V A R I A C I O N											
		1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
1. Oro	541	139	130	127	42	194	— 24	—	—	—	— 286	»	43
2. Divisas convertibles	4.138	182	17	— 45	265	— 330	— 154	13	42	134	689	1.321	1.658
3. Posición Banca delegada	83	...	— 5	4	7	10	— 16	1	8	— 2	44	32	43
4. Posición de reserva en F. M. I. . .	113	48	15	16	52	35	25	— 166	—	—	45	59	9
5. Derechos especiales de giro	140	—	—	—	—	—	—	—	—	—	44	43	53
6. Total activos exteriores (1 a 5) . .	5.015	...	157	102	366	— 91	— 169	— 152	50	132	536	1.392	1.806
7. Pasivos exteriores	9	...	—	—	—	13	36	5	3	394	— 362	— 70	— 8
8. Reservas oficiales netas (6-7) . .	5.006	369	157	102	366	—	— 205	157	47	— 262	898	1.462	1.814
9. Divisas no convertibles	1	— 41	16	— 11	— 16	— 8	22	32	15	— 3	8	— 21	— 40
10. Total reservas (8+9)	5.007	328	173	91	350	— 112	— 183	— 125	61	— 264	906	1.441	1.774
11. Otras operaciones (a)	—	64	51	58	17	11	5	—	—	—	—	—	—
12. Variación reservas B. de P. (10+11)	5.007	392	224	146	363	— 100	— 175	— 125	61	— 264	906	1.441	1.774

(a) Variación de saldos en pesetas en poder del Gobierno de Estados Unidos, A. M. E. y otras partidas.

Balanza de pagos

Millones de dólares

CONCEPTO	1962		1963		1964		1965		1966		1967		1968		1969		1970		1971		1972	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
I. Balanza comercial	800	1.438	786	1.799	1.005	2.076	1.019	2.778	1.308	3.300	1.419	3.200	1.667	3.242	1.994	3.865	2.483	4.357	2.978	4.577	3.812	6.065
II. Balanza de servicios	722	254	899	330	1.773	391	1.405	491	1.611	603	1.558	683	1.692	807	1.913	967	2.417	1.123	2.972	1.285	3.777	1.727
Fletes y seguros en transporte de mercancías, pa-																						
sajes y otros transportes	81	91	85	112	104	137	117	181	145	215	157	217	237	283	301	323	379	415	489	459	605	608
Turismo y viajes	513	47	679	68	919	67	1.105	78	1.292	90	1.210	99	1.213	102	1.311	116	1.681	138	2.054	176	2.511	266
Rentas de inversión	18	31	19	35	25	47	32	63	19	92	17	109	23	133	30	196	50	224	108	257	165	339
Transacciones gubernamentales	51	26	44	31	45	41	46	37	54	38	55	59	49	60	55	78	55	69	70	70	90	100
Asistencia técnica y royalties	5	28	11	42	7	56	6	80	7	97	8	110	12	109	9	133	16	134	17	156	21	200
Otros servicios	54	31	61	42	73	43	99	52	94	71	111	89	158	120	207	121	236	143	234	167	385	214
TOTAL BIENES Y SERVICIOS (I+II)	1.522	1.692	1.685	2.129	2.178	2.467	2.424	3.269	2.919	3.903	2.977	3.883	3.359	4.049	3.907	4.832	4.900	5.480	5.950	5.862	7.589	7.792
III. Transferencias	235	3	265	7	323	3	365	5	424	5	457	6	464	17	562	30	674	15	809	41	953	86
Privadas	211	2	258	6	319	2	362	5	420	4	452	6	463	15	562	11	674	15	809	36	953	9
Públicas	14	2	7	1	4	—	3	—	4	1	5	—	—	2	—	18	—	—	—	5	—	9
TOTAL OPERACIONES CORRIENTES (I+II+III)	1.747	1.695	1.949	2.135	2.501	2.470	2.788	3.274	3.343	3.908	3.434	3.889	3.824	4.066	4.469	4.862	5.574	5.495	6.759	5.903	8.542	7.878
IV. Capital a largo plazo	173	47	371	152	402	147	518	210	649	306	820	285	958	372	1.014	509	1.261	585	1.349	850	1.706	772
A. Capital privado (a)	145	38	336	122	391	123	497	175	590	288	767	265	791	354	932	451	1.229	532	1.309	707	1.610	673
Inversiones de extranjeros en España	—	—	329	94	377	102	476	144	572	200	737	210	749	264	879	361	1.166	371	1.237	517	1.597	525
Inversiones directas	24	1	47	2	84	5	125	2	137	3	189	3	155	2	219	19	250	29	241	40	313	38
Inversiones en cartera	51	3	100	14	87	18	84	29	84	26	86	30	86	45	59	49	38	50	63	38	146	112
Inversiones en inmuebles	16	—	26	—	38	—	60	1	55	1	51	—	91	—	107	—	144	1	263	2	401	7
Créditos comerciales de importación	—	33	92	64	83	61	101	79	123	92	130	105	112	110	140	135	217	120	172	148	104	—
Préstamos Eximbank y D. L. F.	35	—	28	9	29	12	38	18	50	23	83	22	88	26	78	42	47	44	49	50	66	55
Préstamos a empresas	4	—	26	5	46	6	53	15	123	24	198	50	222	81	268	116	470	127	449	239	567	313
Otros (b)	16	—	10	—	10	—	15	—	—	31	—	—	—	—	8	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones de españoles en el extranjero	—	—	7	28	14	21	21	31	18	88	30	55	42	90	53	90	63	161	72	190	13	148
B. Capital público	28	9	35	30	11	24	21	35	59	18	53	20	167	18	82	58	32	53	40	143	96	99
BALANZA BASICA (I+II+III+IV)	1.920	1.742	2.320	2.287	2.903	2.617	3.306	3.484	3.992	4.214	4.254	4.174	4.782	4.438	5.483	5.371	6.824	6.080	8.108	6.753	10.248	8.650
V. Errores y omisiones	27	—	71	—	39	—	48	—	33	—	—	218	—	273	—	342	65	—	—	97	—	86
VI. Capital a corto plazo (c)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	40	87
Operaciones de la banca según circular 242	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	40	—
Otro capital a corto plazo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	87
VII. Variación saldo cuentas en pesetas convertibles	19	—	42	—	37	—	30	—	13	—	13	—	—	10	—	34	51	—	142	—	110	—
VIII. Contrapartida D. E. G.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	42	—	42	—	46	—
IX. Diferencias de valoración	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	152	—
X. Variación de reservas	—	224	—	146	—	363	100	—	175	—	125	—	—	61	264	—	—	906	—	1.442	—	1.773

(a) Hasta 1962, los movimientos de capital privado se registran sin tener en cuenta el criterio de residencia, por no disponer de datos. En 1960 y 1961, las cifras son brutas; en 1962 son netas.

(b) Hasta 1962 lo constituyen repatriaciones de capital y anticipos sobre buques en construcción. Desde 1963, solamente esta última partida. En 1970 y 1971, los anticipos totales sobre mercancías están incluidos en los Créditos Comerciales.

(c) Hasta 1972, datos no disponibles. Incluidos dentro del epígrafe V: «Errores y omisiones».

Nuevos tipos de cambio

Unidades nacionales por dólar

	Tipo central 31 de diciembre de 1972	Nuevo tipo central al 31 de marzo de 1973	Fluctuación	Revaluación por 100 sobre el \$	Revaluación por 100 sobre los D. E. G.
Alemania:					
Marco	3,22259	2,817	F. E.	+14,4	+ 3,0
Austria:					
Schilling	23,30	20,97	F.	+11,1	—
Bélgica:					
Franco	44,8159	40,3344	F. E.	+11,1	—
Canadá*:					
Dólar	F.	F.	F.	F.	F.
Dinamarca:					
Corona	6,98	6,28205	F. E.	+11,1	—
España:					
Peseta	64,4737	58,0294	65,93 63,03	+11,1	—
Francia:					
Franco	5,1157	4,60414	F. E.	+11,1	—
Gran Bretaña:					
Libra *	2,60571	—	F.	F.	F.
Italia:					
Lira	581,50	—	F.	F.	F.
Japón:					
Yen	308,00	—	F.	F.	F.
Noruega:					
Corona	6,64539	5,98086	F. E.	+11,1	—
Países Bajos:					
Florín	3,2447	2,92024	F. E.	+11,1	—
Portugal:					
Escudo	27,25	25,50	...	+6,9	— 3,8
Suecia:					
Corona	4,8139	4,56	F. E.	+ 5,5	— 5,0
Suiza:					
Franco	3,84384	—	F.	F.	F.

F.: Monedas que flotan libremente frente a todas las demás. F. E.: Monedas que, dentro de la banda europea, flotan frente al dólar y a otras monedas no adheridas a la banda europea.

* Dólares por libra.

Economía internacional: Principales medidas de política monetaria adoptadas desde enero de 1972 sobre cambios y movimientos de capital (*)

Febrero.	Japón: Se restablecen las restricciones sobre los pagos anticipados de las exportaciones. Suiza: Se limitan las ventas de bonos a medio plazo en francos suizos a extranjeros.
Marzo.	Alemania: Establecimiento de un depósito obligatorio del 40 por 100 sobre los empréstitos exteriores del sector no bancario. — Se refuerzan las reservas obligatorias sobre los pasivos exteriores de los bancos. Bélgica-Luxemburgo: Restablecimiento del 100 por 100 de reservas obligatorias sobre los pasivos exteriores netos de los bancos. Países Bajos: Prohibición de establecer nuevos depósitos extranjeros a plazo en florines y de pagar intereses a los depósitos extranjeros a la vista. Gran Bretaña: Liberación parcial de inversiones directas en el exterior. Japón: Restricciones sobre las importaciones de capital de los bancos extranjeros que operan en el Japón.
Abril.	Japón: Importante liberalización de las exportaciones de capital.
Mayo.	Francia: Nueva liberalización parcial de las salidas de capital a largo plazo.
Junio.	Gran Bretaña: Flotación de la libra. El control de los cambios se extiende a toda la zona de la esterlina. Japón: Se refuerzan las restricciones sobre los pagos anticipados de las exportaciones. Suiza (27-VI-72/5-VII-72): Prohibición a los extranjeros de adquirir activos suizos (comprendidos los bienes inmuebles), así como pagar intereses sobre activos exteriores; se establece una tasa de penalización sobre el incremento de los depósitos de no residentes; restricciones sobre los empréstitos en el exterior del sector no bancario; se ordena a los bancos que equilibren cada día su posición en divisas; y establezcan reservas obligatorias sobre los pasivos exteriores de los bancos.
Junio.	Italia: Los billetes de banco enviados al exterior ya no podrán ser colocados en cuentas corrientes en liras; se suspenden las restricciones concernientes a los empréstitos netos de los bancos en el exterior.
Julio.	Alemania: Las reservas sobre los pasivos exteriores del sector no bancario se elevan del 40 al 50 por 100. Se introducen restricciones sobre las ventas de obligaciones alemanas a no residentes y se refuerzan las reservas obligatorias sobre los pasivos exteriores de los bancos. Países Bajos: Restricciones a los créditos comerciales y a las operaciones de capital entre sociedades de un mismo grupo. Japón: Se refuerzan las reservas obligatorias y otras restricciones sobre cuentas extranjeras en yens.
Septiembre.	Japón: Nuevas medidas de liberalización a las exportaciones de capital.
Octubre.	Suiza: Se suspende la obligación impuesta a los bancos de equilibrar su posición en divisas. Japón: Restricciones a las ventas netas de títulos japoneses (tanto acciones como obligaciones) a no residentes.
Noviembre.	Bélgica: Elevación del volumen de depósitos sin interés obligatorios que los bancos han de mantener en el Banco Central, en esta obligación participan desde esta fecha las instituciones públicas de crédito y las cajas de ahorro privadas. Francia: Elevación del coeficiente de reservas sobre créditos. Prohibición de la publicidad para créditos personales y restricciones sobre ciertos créditos hipotecarios. Gran Bretaña: Los bancos y otras instituciones financieras habrán de efectuar un depósito obligatorio en el Banco de Inglaterra de 1 por 100 de sus recursos ajenos. Japón: Se autoriza la venta en Japón de participaciones de fondos de Inversión extranjeros.
Diciembre.	Alemania: Se reduce de 500.000 a 50.000 marcos el límite exento de los créditos exteriores por los que hay que constituir depósito obligatorio en el Banco Central. Francia: Nuevo conjunto de medidas antiinflacionistas entre las cuales: reducción del tipo de impuesto sobre el valor añadido, emisión pública para primeros de 1973 de unos cinco mil millones de francos, elevación del tipo de interés sobre depósitos de ahorro, acuerdo de reducción de la tasa de incremento de la oferta monetaria.

<p>Diciembre.</p> <p>1973</p> <p>Enero.</p> <p>Febrero.</p> <p>Febrero.</p>	<p>Gran Bretaña: Los bancos y otras instituciones financieras han de efectuar nuevos depósitos obligatorios en el Banco de Inglaterra del 2 por 100 de sus recursos ajenos.</p> <p>Italia: El Banco de Italia dispuesto a comprar dólares a los bancos a base de acuerdos «swap».</p> <p>Suiza: Conjunto de medidas antiinflacionista entre las cuales se establecen reservas obligatorias que han de mantener los bancos sobre los incrementos de los depósitos de residentes y de no residentes.</p> <p>Alemania: Restricciones sobre la compra de valores alemanes por las sucursales de bancos extranjeros.</p> <p>Francia: Las empresas francesas están autorizadas a obtener créditos en el exterior siempre que se utilicen para financiar proyectos en el extranjero.</p> <p>— Se reduce del 10 por 100 al 7 por 100 el coeficiente de efectos a plazo medio que han de mantener los bancos.</p> <p>Italia: Se reducen sustancialmente los plazos para el pago adelantado de importaciones y el cobro diferido de exportaciones.</p> <p>— Se establece un doble mercado de cambios, en que las operaciones por cuenta corriente se liquidarán a un cambio intervenido, mientras las operaciones financieras lo serán a un cambio libre.</p> <p>Japón: Elevación del coeficiente de reservas obligatorias de los bancos.</p> <p>Suiza: Medidas antiinflacionistas orientadas a controlar el crecimiento del crédito y la liquidez bancarios.</p> <p>— El Banco Nacional suspende su intervención en el mercado de cambios.</p> <p>— Se restablece la obligación para los bancos de equilibrar su posición diaria de activos y pasivos en moneda extranjera.</p> <p>Alemania: Nuevas restricciones a las entradas de capital mediante la exigencia de autorización previa para las compras de valores alemanes por extranjeros, los préstamos exteriores superiores a 50.000 marcos y las inversiones de no residentes superiores a 500.000 marcos. Se decide también elevar el depósito obligatorio sobre préstamos exteriores del 50 al 100 por 100.</p> <p>— Los bancos solo podrán utilizar hasta el 60 por 100 de sus líneas de redescuento.</p> <p>Bélgica: Se elevan los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos, con especial referencia a las posiciones en el mercado de cambios.</p> <p>Estados Unidos: Junto con la devaluación del dólar se anuncian medidas para levantar los obstáculos a los movimientos de capitales.</p> <p>Italia: Las operaciones en billetes extranjeros habrán de efectuarse en el mercado financiero.</p> <p>— Nuevo endurecimiento de la obligación de ceder a las autoridades la moneda extranjera o abonarla en cuenta extranjera.</p>
---	--

(*) No se consignan las modificaciones de los tipos oficiales de interés ni las variaciones en el tipo central de las distintas monedas y en el régimen de cambios exteriores que figuran en el Apéndice 68.

Principales medidas de política monetaria adoptadas en el período
enero 1971 - mayo 1973

1971	
Enero.	REDESCUENTO ESPECIAL: Se amplían los límites: para la exportación, en 5.000 millones de pesetas, fijándose en 60.000 millones; para las ventas de bienes de equipo, en 2.000 millones, fijándose en 17.504, y para grandes bienes de equipo (bancos industriales), en 1.000 millones, fijándose en 5.000 millones. (OO. MM. 22-I-71.)
Enero.	TIPOS DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA, BANCA Y CAJAS DE AHORRO: Se reduce en 0,25 por 100, al 6,25 por 100, el tipo básico del Banco de España, afectando a todos los tipos, excepto los de los préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro y aquellos del crédito oficial iguales o inferiores al 6,25 por 100. (O. M. 22-I-71 y Acuerdo Comisión Delegada de Asuntos Económicos.)
Enero.	VENTAS A PLAZO: Se reducen los desembolsos iniciales mínimos, que variaban entre el 30 y 35 por 100, situándolos entre el 25 y el 35 por 100, y se aumentan de dieciocho a veinticuatro meses los plazos máximos de aplazamiento para determinados automóviles. (O. M. 22-I-71.)
Marzo.	TIPOS DE INTERES DE LAS OBLIGACIONES: Se eleva el tipo de interés de las obligaciones del I. N. I. del 6,75 al 7 por 100. (D. 25-II-71.)
Abril.	TIPOS DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA, BANCA Y CAJAS DE AHORRO: Se reduce en 0,25 por 100, al 6 por 100, el tipo básico del Banco de España, afectando a todos los tipos, excepto los de los préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro y aquellos del crédito oficial iguales o inferiores al 6 por 100. (O. M. 3-IV-71 y Acuerdo del C. M. de 16-IV-71.)
Mayo.	REDESCUENTO ORDINARIO: Se elevan los límites de la banca en 1.139 millones, totalizando 36.043 millones. (Acuerdo del Banco de España.)
Junio.	DEUDA PUBLICA: Se emiten 10.000 millones de pesetas al 6 por 100 de interés y diez años de plazo, no pignoraables ni computables en el coeficiente de fondos públicos de la banca. (O. M. 2-VI-71.)
Junio.	DEPOSITOS PREVIOS: Quedan suprimidos, al expirar la prórroga de diciembre de 1970.
Junio.	REDESCUENTO ESPECIAL: Se dispone la amortización de las líneas especiales de redescuento, a medida que vayan venciendo los efectos amparados por ellas, previéndose el cumplimiento de sus funciones, en lo sucesivo, por un coeficiente de inversión. (Ley 19-VI-71.)
Junio.	COEFICIENTES DE LIQUIDEZ Y FONDOS PUBLICOS: Quedan suprimidos. (Ley 19-VI-71.)
Julio.	COEFICIENTE DE INVERSION: Se fijan en el 22 y 7 por 100 los porcentajes mínimos que deben mantener, respectivamente, los bancos comerciales y los industriales, obligándose además a los primeros a mantener dentro de aquél un coeficiente mínimo de fondos públicos del 15 por 100. Integran el coeficiente, de una parte, los fondos públicos no pignoraables que se incluían en el antiguo coeficiente de fondos públicos y los que en el futuro se creen con el carácter de computables y, de otra, los créditos y efectos especiales, redescuentados o no, autorizados antes de la entrada en vigor de la Ley y los correspondientes a operaciones que gozaban de redescuento en líneas especiales hasta la misma fecha. Para el Banco Exterior solo se computan los créditos y efectos especiales destinados a la exportación. Se establece un período de adaptación hasta el 30-VI-72. (O. M. 9-VII-71.)
Agosto.	PARIDAD MONETARIA: Se notifica al Acuerdo Monetario Europeo y al Fondo Monetario Internacional la ampliación por encima del 0,75 y del 1 por 100, respectivamente, del margen de fluctuación en la cotización oficial de la peseta frente al dólar. (Comunicaciones del B. de E. - I. E. M. E. al A. M. E. y al F. M. I. 27-VII-71.)
Agosto.	REDESCUENTO ORDINARIO: Se reduce al límite de la banca comercial en 10.721 millones, fijándose en 25.295 millones para el total de la banca. (Acuerdo del Banco de España.)

Octubre.	PESETAS CONVERTIBLES: Se obliga a la banca privada a constituir depósitos especiales en el Banco de España equivalentes al 100 por 100 del incremento de sus depósitos en pesetas convertibles a menos de tres meses, no pudiendo satisfacer intereses sobre estos últimos aumentos. (O. M. 19-X-71.)
Octubre.	CREDITOS A MEDIO Y LARGO PLAZO: Se permite a la banca privada conceder créditos a más de dieciocho meses, sin previa autorización del Banco de España, excepto los destinados a financiar a la banca y compañías de seguros. (Circular Banco de España 15-X-71.)
Octubre.	TIPOS DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA, BANCA Y CAJAS DE AHORRO: Se reduce en un 1 por 100, al 5 por 100, el tipo básico del Banco de España, afectando a todos los tipos, excepto a los de los préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro y a los del crédito oficial, cuya vinculación al tipo básico se considera derogada por la Ley de Crédito Oficial. (O. M. 21-X-71.)
Noviembre.	TIPOS DE INTERES: Se reducen en 0,75 por 100 los de los préstamos con regulación especial de las cajas de ahorro. (O. M. C. 22-XI-71.)
Noviembre.	DEUDA PUBLICA: Se canjean 3.986 millones de deuda pública pignorable (Obligaciones del Tesoro, 3 por 100, 4-XII-56) por deuda no pignorable (Amortizable, 5 por 100, 4-XII-71). (D. 11-XI-71.)
Noviembre.	DEUDA PUBLICA: Se emiten 10.000 millones de pesetas de Deuda del Estado amortizable en diez años, al 6 por 100 de interés, no pignorable ni computable en el porcentaje de fondos públicos de la banca. (O. M. 12-XI-71.)
Diciembre.	COEFICIENTE DE CAJA: Se establece un coeficiente mínimo de caja del 4 por 100 para las cajas de ahorro, concediéndose un plazo de adaptación hasta el 1-III-72. (O. 15-XII-71.)
Diciembre.	REDESCUENTO ORDINARIO: Se reduce el límite a la banca industrial en 3.074 millones y a la comercial en 9.373 millones, fijándose el conjunto de ambos en 12.325 millones. (Acuerdo del Banco de España.)
Diciembre.	PARIDAD MONETARIA: Se decide, ante la devaluación del dólar por Estados Unidos en un 7,89 por 100 (de 0,888671 a 0,818513 gramos de oro fino por dólar) mantener la paridad oro de la peseta, estableciendo un cambio central de 64,4737 pesetas por dólar USA, que supone una revaluación del 8,57 por 100 frente al dólar, y se acepta el margen de fluctuación del 2,25 por 100 a cada lado del tipo central autorizado por el F. M. I. (Acuerdo Consejo de Ministros 22-XII-71.)
1972	
Febrero.	COEFICIENTE DE INVERSION: Se prorrogan por dos años los beneficios de créditos de capital circulante para empresas acogidas a la acción concertada de la construcción naval, por lo que continúan siendo computables los efectos correspondientes a entregas realizadas en 1971 y 1972. (D. 27-I-72.)
Marzo.	COEFICIENTE DE INVERSION: Se incluyen los créditos concedidos a compradores extranjeros de buques o bienes de equipo de fabricación nacional, proyectos y servicios técnicos. (D. 24-II-72.)
Abril.	TIPOS DE INTERES DE LA BANCA: Se aumenta de —0,40 a +0,90 el diferencial respecto al tipo básico aplicable por los bancos privados a los créditos y efectos especiales destinados a la exportación y venta de buques, igualándose al de las demás operaciones especiales. (O. M. 24-III-72.)

Abril.	TIPOS DE INTERES DE LAS OBLIGACIONES: Se reduce el tipo de interés de las obligaciones I. N. I. del 7 al 6,25 por 100. (D. 23-III-72.)
Abril.	COEFICIENTE DE INVERSION: Se limita la emisión de cédulas a las indispensables para cubrir el porcentaje mínimo de fondos públicos del 15 por 100 exigido a la banca comercial, que queda así convertido prácticamente en un porcentaje fijo. (Acuerdo de la Dirección General del Tesoro y Presupuestos.)
Mayo.	DEUDA PUBLICA: Se emiten 10.000 millones de pesetas de Deuda del Estado, amortizable en diez años, al 6 por 100 de interés, no pignorable ni computable en el coeficiente de fondos públicos de la banca. (O. M. 21-IV-72.)
Mayo.	REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites en 2.999 millones, totalizando 15.367 millones. (Acuerdo del Banco de España.)
Julio.	PESETAS CONVERTIBLES: Se amplía la reglamentación introducida por O. M. 19-X-71, obligando a la banca privada a constituir depósitos especiales en el Banco de España equivalentes al 50 por 100 del incremento de sus depósitos en pesetas convertibles a plazo superior a tres meses. (O. M. 28-VII-72.)
Noviembre.	DEUDA PUBLICA: Se emiten 6.000 millones de pesetas de Deuda del Estado, amortizable en diez años, al 6 por 100 de interés, no pignorable ni computable en el coeficiente de fondos públicos de la banca. (O. M. 21-X-72.)
1973	
Febrero.	INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se reduce el coeficiente de fondos públicos del 45 al 40 por 100, y se unifican los distintos porcentajes correspondientes a los créditos especiales, que anteriormente sumaban el 35 por 100 de los recursos ajenos, estableciéndose uno solo por valor del 30 por 100. La acomodación a la nueva estructura debe realizarse por tercios en los años 1973 a 1975. (O. M. 31-I-73.)
Febrero.	COEFICIENTE DE INVERSION: Se reduce el coeficiente de inversión de los bancos comerciales y mixtos, salvo el del Banco Exterior, del 22 al 21 por 100 de sus recursos ajenos y el porcentaje de fondos públicos del 15 al 14 por 100. (O. M. 31-I-73.)
Febrero.	PESETAS CONVERTIBLES: Se obliga a la banca y cajas de ahorro a constituir depósitos especiales en efectivo y sin interés en el Banco de España equivalentes al incremento que experimenten día a día, a partir del 6-II-73, cada una de las cuentas de depósito en pesetas convertibles, cualesquiera sean sus modalidades y plazos, excepto las de ahorro del emigrante, no pudiendo satisfacerse intereses sobre estos aumentos. Los depósitos a plazo vigentes se consideran cancelados a su vencimiento, computándose sus prórrogas como nuevos incrementos. (O. M. 6-II-73.)
Febrero.	PARIDAD MONETARIA: Se decide, ante la devaluación del dólar por Estados Unidos en un 10 por 100 (de 0,818513 a 0,736662 gramos de oro fino por dólar), mantener la paridad de la peseta respecto al oro, resultando un nuevo cambio central de 58,0263 pesetas por dólar, es decir, una revaluación del 11,11 por 100 frente al dólar. Se mantienen también las bandas de fluctuación del 2,25 sobre el tipo central admitidas en los acuerdos de Washington. Al propio tiempo se instrumenta un mecanismo para compensar las pérdidas y ganancias individuales que, como consecuencia del cambio de valor del dólar, resultaran en los ingresos y pagos por operaciones en curso de comercio exterior. (Acuerdo Consejo de Ministros 16-II-73 y D. L. y OO. MM. 19-II-73.)

Febrero.	BONOS DEL TESORO: Se emiten 6.000 millones de pesetas en títulos al portador, a tres meses de plazo y tipo de interés del 5 por 100, destinados exclusivamente a intermediarios financieros. Gozan de exención de impuestos sobre rentas de capital y transmisiones patrimoniales, pueden negociarse sin intervención de fedatario público, pero no son pignoratiles ni computables dentro de los coeficientes de fondos públicos o de reservas obligatorias. El producto de los bonos se ingresa en una cuenta del Tesoro abierta en el Banco de España, a cuyo cargo solo puede satisfacerse el reembolso de los títulos. (O. 25-I-73.)
Febrero.	FINANCIACION EXTERIOR: Se autoriza a las empresas concesionarias de autopistas de peaje a sobrepasar durante el año 1973 los límites máximos que tienen establecidos para recurrir al ahorro interior. (D. 15-II-73.)
Marzo.	COEFICIENTE DE CAJA: Se obliga a los bancos comerciales e industriales y a las cajas de ahorro a mantener diariamente el nivel de reservas exigido, a diferencia de la situación anterior, en que solo la media aritmética de los coeficientes mantenidos los días 6, 12, 18, 24 y último de mes debía alcanzar el mínimo legal. (O. M. 1-III-73 y Circular del Banco de España 5-III-73.)
Marzo.	BONOS DEL TESORO: Se emiten 4.000 millones, encomendándose al Banco de España su colocación en el mercado secundario. De hecho, el nuevo sistema supone emisiones continuas de bonos por el Banco de España, a través de subastas diarias a tipo libre de interés, en sustitución de las anteriores emisiones periódicas realizadas por el Tesoro. Comienza a funcionar un mercado en el que interviene el Banco de España no solo vendiendo bonos, sino también comprándolos a tipo de interés variable. (O. M. 3-III-73.)
Marzo.	MONEDA EXTRANJERA: Se amplía, a partir del 15-III-73, de seis a doce meses el período máximo que puede cubrirse con las operaciones del mercado de divisas a plazo. (Circular del I. E. M. E. a la banca delegada de 13-III-73.)
Marzo.	PESETAS CONVERTIBLES: Se introduce una nueva reglamentación sobre las cuentas extranjeras en pesetas y los depósitos en el Banco de España. Se establece una distinción entre «cuentas extranjeras para pagos en España» (cuentas A), que solo pueden destinarse a satisfacer obligaciones de pago ante residentes, siendo intransferibles al exterior, y «cuentas extranjeras en pesetas convertibles» (cuentas B), entre las que se incluyen los antiguos depósitos en pesetas convertibles, que pueden utilizarse para efectuar pagos en España o para convertir en divisas, pero solo se acrecientan por cobros en pesetas, generados dentro del país, que tengan derecho a transferirse al exterior. Se permite la comunicación de las cuentas en el sentido B-A, pero no en la dirección A-B. Los bancos y cajas de ahorro siguen obligados a constituir depósitos en efectivo en el Banco de España, sin interés, equivalentes al 100 por 100 de los saldos de las cuentas A y sobre los incrementos de las cuentas B, por encima de una cantidad fija exenta. El cálculo de los aumentos se realiza día a día y de manera global para el conjunto de saldos de cada grupo de cuentas, sin que quepa compensación entre los diferentes grupos. También se mantienen vigentes las prohibiciones sobre pago de intereses. (O. 16-III-73.)
Marzo.	INVERSION EN EL EXTERIOR: Se autoriza de modo general a las empresas con capital y reservas superiores a 100 millones de pesetas, y que sean titulares de la carta de exportador individual, a realizar libremente inversiones directas en el extranjero, siempre que sea en su mismo ramo de actividad y hasta el límite del 40 por 100 de su capital social neto. Quedan sujetas a autorización previa la desinversión y la transferencia de los activos en que se materialice la operación. (D. 1-III-73.)
Marzo.	INVERSION EN EL EXTERIOR: Se autoriza a los fondos y sociedades de inversión mobiliaria con capital superior a 1.000 millones de pesetas, y cuyos títulos gocen de la condición de cotización calificada, la libre adquisición y venta al contado de valores extranjeros cotizados en determinadas bolsas mundiales, hasta el límite del 10 por 100 de su patrimonio, montante que ha de alcanzarse, gradualmente, en los diez meses siguientes a marzo de 1973. Los títulos solo pueden transferirse, en territorio nacional, entre las entidades autorizadas a realizar estas inversiones. (O. M. 23-III-73.)
Abril.	REDESCUENTO ORDINARIO: Se reducen los límites en 5.053 millones, fijándose en 10.351 millones. (Acuerdo del Banco de España.)

